

ЛЬВІВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ ВЕТЕРИНАРНОЇ
МЕДИЦИНИ ТА БІОТЕХНОЛОГІЙ ІМЕНІ С.З. ГЖИЦЬКОГО
МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ

ЛЬВІВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ ІМЕНІ ІВАНА ФРАНКА
МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ

Кваліфікаційна наукова
праця на правах рукопису

БРИЧКА БОГДАН БОГДАНОВИЧ

УДК 338.24:336.7 (477):330.35

ДИСЕРТАЦІЯ

**ГРОШОВО-КРЕДИТНА ПОЛІТИКА НБУ У ЗАБЕЗПЕЧЕННІ
СТАБІЛЬНОСТІ НАЦІОНАЛЬНОЇ ГРОШОВОЇ ОДИНИЦІ**

08.00.08 – гроші, фінанси і кредит

Подається на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук

Дисертація містить результати власних досліджень. Використання ідей,
результатів і текстів інших авторів мають посилання на відповідне джерело
_____ Бричка Б.Б.

Науковий керівник: **Музика Павло Михайлович**, доктор економічних
наук, професор

Львів – 2020

АНОТАЦІЯ

Бричка Б.Б. Грошово-кредитна політика НБУ у забезпеченні стабільності національної грошової одиниці. – Кваліфікаційна наукова праця на правах рукопису.

Дисертація на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.08 «Гроші, фінанси і кредит». – Львівський національний університет ветеринарної медицини та біотехнологій імені С.З. Гжицького; Львівський національний університет імені Івана Франка, Львів, 2020.

Дисертаційну роботу присвячено поглибленню теоретико-методологічних засад грошово-кредитної політики, удосконаленню методичних підходів та розробці практичних рекомендацій щодо підвищення її ефективності в контексті забезпечення стабільності грошової одиниці в Україні.

У дисертації уточнено визначення поняття «грошово-кредитна політика» – з огляду на її розгляд як комплексу взаємозв'язаних заходів центрального банку у сфері регулювання грошового обігу і кредиту, який передбачає використання грошово-кредитних інструментів для досягнення стабільності національної грошової одиниці, стимулювання темпів економічного зростання, підвищення рівня зайнятості та інших законодавчо регламентованих державою економічних цілей. Це дозволяє пов'язати її сутність з основною ціллю центрального банку – забезпечення стабільності національної грошової одиниці, а також із монетарним механізмом її досягнення.

Стабільність грошової одиниці запропоновано трактувати як динамічний стан купівельної спроможності грошової одиниці на зовнішніх і внутрішньому ринках, що дає змогу забезпечити відносну незмінність її вартості, високий рівень довіри та ефективне виконання покладених на неї функцій за зміни макроекономічних умов і чинників розвитку грошової системи. Це дозволило поглибити теоретико-методологічні засади дослідження в частині виокремлення складових і факторів стабільності грошової одиниці.

У дисертації виокремлено такі групи чинників стабільності грошової одиниці, виходячи з напрямів забезпечення: базові (рівень процентних ставок;

темпи зміни ВВП, доходів домогосподарств, пропозиції грошей; темпи інфляції; стан платіжного балансу); регулюючі (грошово-кредитна, фіскальна, зовнішньоторгівельна, валютно-курсова політика); кризові (дефіцит бюджету; державний борг; емісія грошей; зміна зарплат і цін на енергоносії; рівень монополізації; революції, війни.); психологічні та очікувальні (очікування населення; політична ситуація; прогнози державних органів та міжнародних інституцій; зміна споживчого попиту).

Доповнено класифікацію грошово-кредитних інструментів новими класифікаційними ознаками: форма впливу (емісійні, неемісійні), рівень значимості (базові, додаткові), характер впливу на стабільність грошової одиниці (цінові, кредитні, валютні). Запропонована класифікація створює наукове підґрунтя для вибору конкретних грошово-кредитних інструментів і заходів для забезпечення стабільності національної грошової одиниці.

У роботі удосконалено науково-методичний підхід до здійснення поетапної оцінки стабільності національної грошової одиниці за рахунок виокремлення аналізу факторів і ризиків, організації і регламентації процесів її забезпечення, що сприяє пошуку та обґрунтуванню рішень і заходів, спрямованих на ліквідацію загроз та підвищення стабільності національної грошової одиниці.

Проведено аналіз застосування інструментів грошово-кредитної політики України, а також впливу валютного каналу монетарного трансмісійного механізму на забезпечення стабільності національної грошової одиниці. Аналіз використання інструментів грошово-кредитної політики засвідчив негативні наслідки впровадження в Україні режиму інфляційного таргетування, зокрема в частині недосконалого регулювання валютного курсу, виникнення зовнішніх і внутрішніх шоків, скорочення швидкості обігу грошей, переважне спрямування грошових ресурсів у сферу споживання та на валютний ринок, невиконання обліковою ставкою ролі орієнтира при визначенні ціни на кредити, а також проведення обмежувальної грошово-кредитної політики, спрямованої на досягнення інфляційної цілі з огляду на немонетарний характер більшості причин інфляції.

В ході дослідження виявлено основні проблеми грошово-кредитної політики в контексті забезпечення стабільності національної грошової одиниці, серед яких: низький рівень незалежності НБУ; неналежна координація грошово-кредитної політики з бюджетно-податковою політикою держави; недостатня прозорість дій, слабка його підзвітність суспільству та недієва комунікаційна політика; недосконалий операційний дизайн грошово-кредитної політики; дисбаланси у політиці НБУ з рефінансування банків; неефективність наявного монетарного режиму; шоки з боку дій Національного банку України внаслідок його фундаментальних системних помилок у сфері валютної політики. За результатами дослідження зроблено висновок про суттєвий вплив валютного курсу на економічний стан країни, який переважно спричиняє інфляційні процеси через зростання цін, призводить до виникнення дисбалансів у фінансовій системі України, що негативно позначається на основних макроекономічних показниках.

На базі узагальнення зарубіжного досвіду здійснено систематизацію моделей впливу грошово-кредитної політики на забезпечення стабільності національної грошової одиниці (модель «двох опор», модель валютної стабілізації та кредитно-фондова модель), що дало змогу обґрунтувати пропозиції щодо напрямів його імплементації у вітчизняну практику. Визначено можливості адаптації досвіду зарубіжних країн до вітчизняної специфіки у сфері подолання інфляції та забезпечення стійкості грошової одиниці за допомогою інструментів грошово-кредитної політики в таких напрямках: підтримка режиму інфляційного таргетування і трансмісії ключової процентної ставки; підвищення рівня незалежності центрального банку; підвищення прозорості грошово-кредитної політики та вдосконалення комунікацій із суспільством; розбудова операційного дизайну грошово-кредитної політики та вдосконалення її інструментів; формування та використання золотовалютних резервів, попередження різких змін обмінного курсу національної грошової одиниці, згладжування коливань у функціонуванні валютного ринку.

Здійснено обґрунтування стратегічних орієнтирів грошово-кредитної політики для забезпечення стабільності національної грошової одиниці в частині: формування максимально ефективного середовища функціонування режиму інфляційного таргетування; посилення інституційної незалежності, розвиток комунікаційної політики і забезпечення транспарентності центрального банку при розробленні та реалізації грошово-кредитної політики; вдосконалення операційного дизайну грошово-кредитних інструментів

Обґрунтовано науково-практичний підхід до проведення довгострокових операцій репо шляхом зміни порядку рефінансування банків для підтримання довгострокової ліквідності, впровадження програми емісій субординованих облігаційних позик, що забезпечить спрямування ресурсів рефінансування у пріоритетні галузі економіки в цілях їх структурної перебудови та посилить відповідальність банків за їх використання.

На основі дослідження інструментів грошово-кредитної політики НБУ запропоновано шляхи їх вдосконалення для досягнення цілей стабільності національної грошової одиниці, зокрема в частині: обов'язкових резервних вимог (забезпечення еластичності системи обов'язкового резервування, розширення критеріїв диференціювання величини резервних вимог, зниження їх обсягів на величину довгострокових кредитів, нарахування і сплата процентів на величину обов'язкових резервів банків); процентної політики (синхронізація ставок рефінансування НБУ з обліковою ставкою та ставками міжбанківського ринку, зниження процентного коридору між ставками за кредитами НБУ та депозитними сертифікатами та формування його величини з огляду на фактичний рівень банківської ліквідності та інфляційні очікування, оперативне коригування ставок з огляду на зміну зовнішніх параметрів (ліквідність, ризики, інфляцію) та встановлений процентний коридор); операцій на відкритому ринку (розробка та реалізація програмних заходів з активізації розвитку ринку державних цінних паперів в Україні, моніторинг фактичного рівня банківської ліквідності, порівняння її величини із рівнем, необхідним для утримання інфляції в межах зазначеного цільового коридору, врахування при здійсненні

операцій репо інфляційних ризиків та максимально припустимого рівня банківської ліквідності); рефінансування банків (встановлення та дотримання лімітів рефінансування залежно від величини активів і зобов'язань стабільних банків, періодичний перегляд та коригування лімітів залежно від зміни обсягів активів і зобов'язань банку).

Розроблено науковий підхід до розрахунку узагальнюючого показника нестабільності грошової одиниці, який, окрім традиційних (обсяг роздрібного товарообороту, індекс споживчих цін), враховує при його обчисленні таких показників – обсяги наданих кредитів, величина зміни середньої процентної ставки за ними, обсяг імпорту країни, індекс девальвації/ревальвації, що дає змогу виявити фактори і причини порушення стабільності грошової одиниці у розрізі її складових (цінова, кредитна, валютна).

Ключові слова: грошово-кредитна політика, інструменти грошово-кредитної політики, монетарний трансмісійний механізм, національна грошова одиниця, стабільність грошової одиниці, цінова стабільність.

ANNOTATION

Brychka B.B. Monetary policy of the NBU in providing stability of the national currency. - Qualifying scientific work on the rights of manuscript.

Dissertation for obtaining a scientific degree of the candidate of economic sciences in specialty 08.00.08 «Money, finance and credit». - Stepan Gzhytskyi National University of Veterinary Medicine and Biotechnologies Lviv; Ivan Franko National University of Lviv, Lviv, 2020.

The dissertation is devoted to deepening theoretical and methodological principles of monetary policy, improvement of methodological approaches and development of practical recommendations for increasing its efficiency in the context of providing stability of the currency in Ukraine.

The concept of «monetary policy» is itemized in the dissertation. It is considered as a set of interrelated measures of the central bank in the regulation of money circulation and credit, which involves the use of monetary instruments to achieve

stability of the national currency, stimulate economic growth, increase employment rate and other economic goals legally regulated by the state. This allows to connect its essence with the main goal of the central bank - to provide stability of the national currency, as well as with the monetary mechanism of its achievement.

It is proposed to interpret stability of the currency as dynamic state of purchasing power of the currency in foreign and domestic markets, which allows to provide the relative stability of its value, high confidence and effective fulfillment of its functions in changing macroeconomic conditions and factors of the monetary system. This allowed to deepen the theoretical and methodological foundations of the study in terms of identifying the components and factors of stability of the currency.

The following groups of factors of currency's stability have been identified in the dissertation: basic (interest rates; rates of GDP growth, household income, money supply; inflation rate; balance of payments); regulatory (monetary, fiscal, foreign trade, exchange rate policies); crisis (budget deficit; public debt; money emission; changes in wages and energy prices; the level of monopolization; revolutions, wars.); psychological and expectant (expectations of the population; political situation; forecasts of government agencies and international institutions; changes in consumer demand).

The classification of monetary instruments has been supplemented with new classification features: the form of influence (emission, non-emission), the level of significance (basic, additional), the nature of impact on stability of the currency (price, credit, currency). The proposed classification creates a scientific basis for the selection of specific monetary instruments and measures to achieve stability of the national currency.

The scientific and methodological approach to the gradual assessment of stability of the national currency has been improved by highlighting the analysis of factors and risks, organization and regulation of its processes, which helps to find and justify solutions and measures to eliminate threats and increase stability of the national currency.

Analysis of the application of monetary policy instruments in Ukraine has been conducted, as well as analysis of the impact of the currency channel of monetary transmission mechanism on providing stability of the national currency. Analysis of using the monetary policy instruments showed some negative consequences of the introduction of inflation targeting in Ukraine, in particular in terms of imperfect exchange rate regulation, external and internal shocks, reduced velocity of money, the predominant direction of money in consumption and the foreign exchange market, non-fulfilment of the role of benchmark in determining the price of loans by discount rate, as well as the implementation of the restrictive monetary policy aimed at achieving the inflation target, given the non-monetary nature of most causes of inflation.

The main problems of monetary policy in the context of providing stability of the national currency have been identified, including: low level of independence of the NBU; improper coordination of monetary policy with the budget and tax policy of the state; insufficient transparency of actions, weak accountability to society and ineffective communication policy; imperfect operational design of the monetary policy; imbalances in the NBU's policy on bank refinancing; inefficiency of the existing monetary regime; shocks from the actions of the National Bank of Ukraine due to its fundamental systemic errors in the field of exchange rate policy. It is concluded that the exchange rate has a significant impact on the country's economic situation, which mainly causes inflation due to rising prices, leads to imbalances in the financial system of Ukraine, which negatively affects the main macroeconomic indicators.

Based on generalization of foreign experience, the models of the impact of monetary policy on providing stability of the national currency (the model of "two pillars", the model of currency stabilization and the credit and stock model) were systematized, which allowed to substantiate proposals for its implementation in domestic practice. Possibilities of adapting the experience of foreign countries to the domestic specifics in the field of overcoming inflation and providing stability of the currency with the help of monetary policy instruments in the following areas are

identified: support for inflation targeting and key interest rate transmission; increasing the level of independence of the central bank; increasing the transparency of monetary policy and improving communications with society; development of operational design of monetary policy and improvement of its tools; formation and use of gold and foreign exchange reserves, prevention of sharp changes in the exchange rate of the national currency, smoothing fluctuations in the functioning of the foreign exchange market.

The strategic orientations of monetary policy for maintenance stability of the national monetary unit have been substantiated, including: formation of the most effective environment of functioning the inflation targeting regime; strengthening institutional independence, development of communication policy and ensuring transparency of the central bank in development and implementation of the monetary policy; improving the operational design of monetary instruments.

The scientific and practical approach to long-term repo operations is substantiated by changing the refinancing procedure of banks to maintain long-term liquidity, introduction of subordinated bond issuance program, which will direct refinancing resources to priority sectors of the economy for structural adjustment and strengthen banks' responsibility for their use.

Based on the study of monetary policy instruments of the NBU, ways to improve them have been proposed to achieve the goal of stability of the national currency, in particular in: mandatory reserve requirements (ensuring the elasticity of the reserve system, expanding the criteria for differentiation of reserve requirements, reducing their volume by the amount of long-term loans, accrual and payment of interest on the amount of required reserves of banks); interest rate policy (synchronization of the NBU's refinancing rates with the discount rate and interbank market rates, reduction of the interest rate corridor between the NBU's loan rates and certificates of deposit and formation of its value taking into account the actual level of bank liquidity and inflation expectations, prompt adjustment of external interest rates (liquidity, risks, inflation) and the established interest rate corridor); open market operations (development and implementation of program measures to intensify the development

of the government securities market in Ukraine, monitoring the actual level of bank liquidity, comparing its value with the level required to keep inflation within the specified target corridor, taking into account repo inflationary risks and the maximum allowable level of bank liquidity); refinancing of banks (setting and compliance with refinancing limits depending on the size of assets and liabilities of stable banks, periodic review and adjustment of limits depending on changes in the volume of assets and liabilities of the bank).

A scientific approach to the calculation of generalized indicator of the currency's instability have been proposed, which, in addition to traditional (consumer price index), takes into account the following indicators - the volume of loans, the value of changes in the average interest rate, import, index of devaluation / revaluation, which allows to identify factors and causes of violation of the currency's stability in terms of its components (price, credit, currency).

Key words: monetary policy, monetary policy instruments, monetary transmission mechanism, national currency, currency stability, price stability.

СПИСОК ПУБЛІКАЦІЙ ЗДОБУВАЧА

Наукові праці, в яких опубліковані основні наукові результати дисертації:

1. Бричка Б.Б. Перспективи запровадження таргетування номінального ВВП // Формування ринкової економіки. 2019. Вип. 42. С. 3-13 (0,66 д.а.).
2. Бричка Б.Б. Монетарний режим таргетування інфляції та його ефективність // Причорноморські економічні студії. 2019. Вип. 42. С. 175-181 (0,66 д.а.).
3. Бричка Б. Б. Політика зміни нормативу обов'язкового резервування в Україні // Держава та регіони. Серія : Економіка та підприємництво. 2019. № 3. С. 223-228 (0,48 д.а.).
4. Бричка Б.Б. Облікова ставка та аналіз її динаміки в Україні // Інфраструктура ринку. 2019. №31. С. 3-9 (0,68 д.а.).
5. Бричка Б. Б. Суть, цілі та типи грошово-кредитної політики // Причорноморські економічні студії. 2019. Вип. 40. С. 182-186 (0,60 д.а.).
6. Brychka V.V. Dynamics of the Ukrainian hryvnia exchange rate and its factors // Формування ринкової економіки. 2019. Вип. 41. С. 50-58 (0,67 д.а.).
7. Brychka, V. Impact of foreign direct investment on economic growth in the world during 1975–2015 // Науковий вісник Львівського національного університету ветеринарної медицини та біотехнологій імені С.З. Гжицького. 2018. № 20(91). С. 28-32 (0,52 д.а.).
8. Бричка Б. Б. Валютний канал трансмісійного механізму грошово-кредитної політики // Вісник Львівського національного університету імені Івана Франка. Серія Економічна. 2019. № 57. С. 200-208 (0,57 д.а.).

Наукові праці, які засвідчують апробацію матеріалів дисертації:

9. Бричка Б.Б. Класифікація грошово-кредитної політики // Економіка сьогодення: актуальні питання та інноваційні аспекти: матеріали I Міжнародної науково-практичної конференції, м. Запоріжжя, 31 січня 2020 року. Запоріжжя: ГО «СІЕУ», 2020. С. 86-89 (0,2 д.а.).

10. Бричка Б.Б. Фактори стабільності національної грошової одиниці // Інформаційні технології та фінансова система: сучасний стан, ефективність, перспективи: матеріали Міжнародної науково-практичної конференції для студентів, аспірантів та молодих учених, м. Київ, 31 січня 2020 року. Київ: Аналітичний центр «Нова Економіка», 2020. С. 83-87 (0,21 д.а.).

11. Бричка Б.Б. Передавальний механізм грошово-кредитної політики // Сучасні міжнародні економічні відносини: становлення та особливості розвитку: матеріали Всеукраїнської науково-практичної конференції, м. Одеса, 17 серпня 2019 року. Одеса: ЦЕДР, 2019. С. 90-93 (0,19 д.а.).

12. Бричка Б.Б. Незалежність центрального банку, її переваги та недоліки // Наука та інтелектуальний капітал у системі факторів трансформаційної економіки: матеріали Всеукраїнської науково-практичної конференції, м. Київ, 17 серпня 2019 року. Київ: ГО «Київський економічний науковий центр», 2019. С. 90-92 (0,13 д.а.).

13. Brychka V.V. Fisher's equation and Taylor's rule in the U.S. economy // Теоретичні та практичні аспекти антикризового регулювання економіки країни: матеріали Всеукраїнської науково-практичної конференції, м. Одеса, 4 травня 2019 року. Одеса: ОНУ імені І.І. Мечникова, 2019. С. 84-87 (0,1 д.а.).

14. Бричка Б.Б. Суть, переваги та недоліки операцій на відкритому ринку // Актуальні питання економіки, обліку, фінансів та права в сучасних умовах: матеріали Міжнародної науково-практичної конференції, м. Полтава, 1 червня 2019 року. Полтава: «Центр фінансово-економічних наукових досліджень», 2019. С. 16-18 (0,17 д.а.).

15. Brychka V.V. Monetary policy and main macroeconomic indicators on the example of Armenia // Сучасні підходи до ефективного використання потенціалу економіки: матеріали II Міжнародної науково-практичної конференції, м. Запоріжжя, 22 червня 2019 року. Запоріжжя: ГО «СІЕУ», 2019. С. 10-12 (0,14 д.а.).

16. Brychka V.V. FED's monetary policy and its influence on Ukraine // Методичні підходи до формування стратегічного бачення соціально-економічного

розвитку регіонів: матеріали Міжнародної науково-практичної конференції, м. Дніпро, 22 червня 2019 року. Дніпро: НО «Перспектива», 2019. С. 87-89 (0,15 д.а.).

17. Бричка Б.Б. Таргетування інфляції: суть, переваги та передумови запровадження // Стратегія формування відкритої господарської системи в Україні: матеріали Міжнародної студентсько-аспірантської наукової конференції, м. Львів, 16-17 травня 2008 року. Львів: ЛНУ ім. Івана Франка, 2008. С. 35-36 (0,18 д.а.).

ЗМІСТ

ВСТУП.....	15
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ ТА ЇЇ ВПЛИВ НА СТАБІЛЬНІСТЬ ГРОШОВОЇ ОДИНИЦІ	23
1.1. Сутність, класифікація і режими грошово-кредитної політики	23
1.2. Стабільність грошової одиниці: сутність та фактори впливу.....	46
1.3. Інструменти грошово-кредитної політики у забезпеченні стабільності національної грошової одиниці	63
Висновки до розділу 1	77
РОЗДІЛ 2. ОСОБЛИВОСТІ РЕАЛІЗАЦІЇ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ У ЗАБЕЗПЕЧЕННІ СТАБІЛЬНОСТІ НАЦІОНАЛЬНОЇ ГРОШОВОЇ ОДИНИЦІ УКРАЇНИ	80
2.1. Методичні засади оцінювання стабільності грошової одиниці	80
2.2. Аналітична оцінка застосування в Україні основних грошово- кредитних інструментів	90
2.3 Особливості функціонування валютного каналу трансмісійного механізму грошово-кредитної політики НБУ	116
Висновки до розділу 2.....	134
РОЗДІЛ 3. ПІДВИЩЕННЯ ЕФЕКТИВНОСТІ ПРОВЕДЕННЯ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ В УКРАЇНІ В КОНТЕКСТІ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ СТАБІЛЬНОСТІ НАЦІОНАЛЬНОЇ ГРОШОВОЇ ОДИНИЦІ	137
3.1. Зарубіжний досвід забезпечення стабільності грошової одиниці засобами грошово-кредитної політики	137
3.2. Стратегічні орієнтири грошово-кредитної політики в Україні	154
3.3. Підвищення ефективності використання інструментів грошово- кредитної політики для забезпечення стабільності національної грошової одиниці	179
Висновки до розділу 3	198
ВИСНОВКИ	202
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	207
ДОДАТКИ	230

ВСТУП

Актуальність теми. Важливою передумовою функціонування та розвитку національної економіки має стати вжиття комплексу заходів, спрямованих на постійне забезпечення стабільності грошової одиниці в Україні, що може прискорити вирішення широкого кола завдань, зокрема зростання рівня зайнятості, обсягів виробництва, забезпечення стабільності фінансового сектора та економічного розвитку держави загалом. Сучасний етап розвитку вітчизняної економіки висуває нові вимоги до економічної політики держави, які передбачають зміщення акцентів із зовнішньої орієнтації економіки на активізацію та стимулювання внутрішнього ринку через застосування податкових пільг, бюджетної політики, а також, що є особливо важливим, заходів грошово-кредитної політики. Оскільки грошово-кредитний інструментарій є одним із найважливіших важелів впливу держави на економічні процеси у ринковій економіці, це зумовлює особливу увагу до дій центрального банку, спрямованих на виконання його конституційної функції – забезпечення стабільності національної грошової одиниці.

Проблематика грошово-кредитної політики та її монетарних режимів ґрунтовно розкрита в працях таких зарубіжних науковців як Б. Бернанке, Т. Кларк, Г. Манків, Ф. Мишкін, С. Сомнер, Д. Франкел, М. Фрідмен та інші. Однак їх теоретичні і прикладні обґрунтування, зорієнтовані на країни з розвинутою ринковою системою господарювання, не повною мірою відповідають умовам розвитку економіки України, що потребує подальших досліджень у даному напрямку. Вагомий внесок в дослідження різних аспектів реалізації грошово-кредитної політики та забезпечення стабільності грошової одиниці зробили вітчизняні вчені Б. Адамик, О. Береславська, О. Вовчак, А. Гальчинський, Н. Гребеник, А. Гриценко, О. Дзюблюк, В. Козюк, Т. Кричевська, М. Крупка, І. Лютий, В. Міщенко, А. Мороз, О. Петрик, Б. Пшик, М. Савлук, В. Стельмах, Я. Чайковський, В. Шевчук, Н. Шульга та ін.

Незважаючи на вагомість наявних наукових напрацювань, проблематика грошово-кредитної політики та її ролі у забезпеченні стабільності національної грошової одиниці потребує подальшого дослідження у напрямі її удосконалення в контексті вимог сьогодення. Водночас об'єктивна потреба в подальшому дослідженні теоретико-методологічних засад і науково-прикладних аспектів пов'язана, передусім, з визначенням сутності і особливостей грошово-кредитної політики, обґрунтуванням впливу її інструментів на забезпечення стабільності національної грошової одиниці.

Належного висвітлення потребують питання визначення стратегічних напрямів грошово-кредитної політики, розроблення науково-методичних підходів до оцінювання рівня стабільності грошової одиниці та практичних рекомендацій щодо оптимізації грошово-кредитних інструментів для досягнення забезпечення стабільності грошової одиниці та низького рівня інфляції в довгостроковому періоді. Зазначене обумовило вибір теми дисертаційної роботи, її мету, завдання та зміст.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Дисертаційна робота є складовою науково-дослідної роботи Львівського національного університету ветеринарної медицини та біотехнологій імені С.З. Гжицького “Теоретичні і практичні основи розвитку АПК Західного регіону України” (державний реєстраційний номер 0112U004029), в межах якої розроблено механізм впливу грошово-кредитної політики на динаміку розвитку АПК та національної економіки загалом, а також складовою науково-дослідних тем Львівського національного університету імені Івана Франка „Фінансові стратегії розвитку економіки України” (державний реєстраційний номер 0112U004029) та „Формування фінансового потенціалу національної економіки” (державний реєстраційний номер 0116U001677), в яких обґрунтовано стратегічні напрями реалізації грошово-кредитної політики з метою забезпечення стабільності національної грошової одиниці як чинника зростання фінансового потенціалу національної економіки.

Мета і завдання дослідження. Метою дисертації є розвиток теоретико-методологічних засад грошово-кредитної політики, удосконалення методичних підходів та розробка практичних рекомендацій щодо підвищення її ефективності в контексті забезпечення стабільності грошової одиниці в Україні.

Поставлена мета зумовила необхідність вирішення таких завдань:

- обґрунтувати сутність грошово-кредитної політики та її роль у забезпеченні стабільності грошової одиниці;
- з'ясувати зміст, особливості та складові стабільності грошової одиниці;
- розкрити сутність та здійснити класифікацію інструментів грошово-кредитної політики;
- удосконалити науково-методичний підхід до оцінки та аналізу стабільності грошової одиниці;
- оцінити вплив інструментів грошово-кредитної політики в Україні в цілях забезпечення стабільності національної грошової одиниці;
- проаналізувати особливості процентного та валютного каналів трансмісійного механізму грошово-кредитної політики в Україні;
- узагальнити й систематизувати зарубіжний досвід забезпечення стабільності грошової одиниці засобами грошово-кредитної політики та визначити напрями його імплементації в Україні;
- обґрунтувати стратегічні орієнтири грошово-кредитної політики в контексті забезпечення стабільності національної грошової одиниці;
- розробити науково-практичні підходи до вдосконалення та використання інструментів грошово-кредитної політики для досягнення цілей забезпечення стабільності грошової одиниці в Україні.

Об'єктом дослідження є процеси впливу грошово-кредитної політики Національного банку України на стабільність національної грошової одиниці.

Предметом дослідження є теоретичні засади, методичні та прикладні підходи до застосування інструментів грошово-кредитної політики в цілях забезпечення стабільності грошової одиниці.

Методи дослідження. В основу методології дослідження покладено фундаментальні положення сучасних теорій грошей, монетарної політики, дослідження вітчизняних і зарубіжних вчених з проблем забезпечення стабільності грошової одиниці. У роботі застосовано сукупність методів наукового пізнання, що дало можливість реалізувати концептуальну єдність наукового дослідження, зокрема: індукції і дедукції, логічного узагальнення, аналізу і синтезу – для визначення сутності понять «грошово-кредитна політика», «інструменти грошово-кредитної політики» та «стабільність грошової одиниці», групування та систематизації – при класифікації видів грошово-кредитної політики та її інструментів, вивчення та узагальнення зарубіжного досвіду забезпечення стабільності грошової одиниці засобами грошово-кредитної політики; структурного, факторного і статистичного аналізу – для вивчення стану і тенденцій у сфері застосування інструментів грошово-кредитної політики, оцінки макроекономічних індикаторів, які характеризують стабільність грошової одиниці; наукового абстрагування та системного підходу – в процесі обґрунтування стратегічних орієнтирів, напрямів і заходів із забезпечення стабільності грошової одиниці засобами грошово-кредитної політики.

Інформаційною базою дослідження слугували законодавчі та нормативно-правові акти з питань проведення грошово-кредитної політики, офіційні статистичні дані Національного банку України, Міністерства фінансів України, Державної служби статистики України, матеріали науково-практичних конференцій, наукові праці вітчизняних і зарубіжних учених, періодичні видання, Інтернет-ресурси, власні аналітичні розрахунки.

Наукова новизна одержаних результатів полягає у розвитку теоретико-методологічних засад грошово-кредитної політики, удосконаленні методичних та практичних підходів до підвищення її ефективності в контексті забезпечення стабільності грошової одиниці в Україні. До найвагоміших наукових результатів дисертації, що становлять наукову новизну, належать:

удосконалено:

– визначення поняття «грошово-кредитна політика» – з огляду на її розгляд як комплексу взаємозв'язаних заходів центрального банку у сфері регулювання грошового обігу і кредиту, який передбачає використання грошово-кредитних інструментів для досягнення стабільності національної грошової одиниці, стимулювання темпів економічного зростання, підвищення рівня зайнятості та інших законодавчо регламентованих державою економічних цілей. Це дало змогу пов'язати її сутність з основною ціллю центрального банку – забезпечення стабільності національної грошової одиниці, а також із монетарним механізмом її досягнення;

– класифікацію інструментів грошово-кредитної політики, яка, на відміну від існуючих доповнена новими класифікаційними ознаками: форма впливу (емісійні, неемісійні), рівень значимості (базові, додаткові), характер впливу на стабільність грошової одиниці (цінові, кредитні, валютні), що формує наукове підґрунтя для вибору конкретних грошово-кредитних інструментів і заходів для забезпечення стабільності національної грошової одиниці;

– науково-методичний підхід до здійснення поетапної оцінки стабільності національної грошової одиниці за рахунок виокремлення аналізу факторів і ризиків, організації і регламентації процесів її забезпечення, що сприяє пошуку та обґрунтуванню рішень і заходів, спрямованих на ліквідацію загроз та підвищення стабільності національної грошової одиниці;

– науковий підхід до розрахунку узагальнюючого показника нестабільності грошової одиниці, який, окрім традиційних (обсяг роздрібного товарообороту, індекс споживчих цін), враховує при його обчисленні таких показників – обсяги наданих кредитів, величина зміни середньої процентної ставки за ними, обсяг імпорту країни, індекс девальвації/ревальвації, що дає змогу виявити фактори і причини порушення стабільності грошової одиниці у розрізі її складових (цінова, кредитна, валютна);

набули подальшого розвитку:

– тлумачення поняття «стабільність грошової одиниці» з огляду на з'ясування таких її сутнісних ознак як динамічний стан купівельної

спроможності на внутрішньому і зовнішніх ринках, забезпечення відносної незмінності вартості грошової одиниці, високий рівень довіри та ефективне виконання покладених на неї функцій. Це дало змогу поглибити теоретико-методологічні засади дослідження в частині виокремлення складових і чинників стабільності грошової одиниці;

- систематизація моделей впливу грошово-кредитної політики на забезпечення стабільності національної грошової одиниці (модель «двох опор», модель валютної стабілізації та кредитно-фондова модель), отримана на базі узагальнення зарубіжного досвіду, що дало змогу обґрунтувати пропозиції щодо напрямів його імплементації у вітчизняну практику;

- науково-практичний підхід до проведення довготермінових операцій репо шляхом зміни порядку рефінансування банків для підтримання довгострокової ліквідності, впровадження програми емісії субординованих облігаційних позик, що забезпечить спрямування ресурсів рефінансування у пріоритетні галузі економіки в цілях їх структурної перебудови та посилить відповідальність банків за їх використання;

- обґрунтування стратегічних орієнтирів грошово-кредитної політики для забезпечення стабільності національної грошової одиниці в частині: формування максимально ефективного середовища функціонування режиму інфляційного таргетування; посилення інституційної незалежності, розвиток комунікаційної політики і забезпечення транспарентності центрального банку при розробленні та реалізації грошово-кредитної політики; вдосконалення операційного дизайну грошово-кредитних інструментів.

Практичне значення отриманих результатів полягає в обґрунтуванні науково-практичних підходів, спрямованих на вдосконалення грошово-кредитної політики в контексті забезпечення стабільності грошової одиниці в Україні.

Підходи до прогнозування динаміки номінальної процентної ставки за допомогою векторної авто регресійної моделі використано у поточній діяльності ТОВ КУА «Портфельні інвестиції» (довідка № 1120/01 від 20.11.2019 р.)

Окремі пропозиції, висновки та рекомендації автора використано в поточній діяльності АТ «БАНК ІНВЕСТИЦІЙ ТА ЗАОЦАДЖЕНЬ», зокрема в частині вдосконалення процентної політики, а також аналізу впливу ставок рефінансування НБУ на динаміку процентних ставок за кредитними продуктами банку (довідка № 02-5/6-3 від 17.01.2020 р.).

Науково-методичні результати, отримані в дисертації, використовуються у навчальному процесі Львівського національного університету імені Івана Франка при викладанні дисциплін «Гроші і кредит», «Банківська система», «Податкова політика», «Грошово-кредитні системи зарубіжних країн» (довідка №4439-Н від 15.11.2019 р.), а також Львівського національного університету ветеринарної медицини та біотехнологій імені С.З. Гжицького в процесі викладання навчальної дисципліни «Макроекономіка» (довідка №1170-04 від 12.11.2019 р.).

Особистий внесок здобувача. Усі наукові положення, результати, висновки та практичні рекомендації, викладені у дисертаційній роботі, одержані автором особисто і знайшли відображення в опублікованих працях. У дисертації використано наукові положення, які є результатом особистих досліджень здобувача.

Апробація результатів дослідження. Основні наукові положення та результати дослідження оприлюднені, доповідалися та отримали позитивну оцінку на науково-практичних та студентсько-аспірантських конференціях, зокрема: I Міжнародній науково-практичній конференції «Економіка сьогодні: актуальні питання та інноваційні аспекти» (м. Запоріжжя, 2020 р.); Міжнародній науково-практичній конференції «Інформаційні технології та фінансова система: сучасний стан, ефективність, перспективи» (м. Київ, 2020 р.); Всеукраїнській науково-практичній конференції «Сучасні міжнародні економічні відносини: становлення та особливості розвитку» (м. Одеса, 2019 р.); Всеукраїнській науково-практичній конференції «Наука та інтелектуальний капітал у системі факторів трансформаційної економіки» (м. Київ, 2019 р.); II Міжнародній науково-практичній конференції «Сучасні підходи до ефективного використання потенціалу економіки» (м. Запоріжжя, 2019 р.); Міжнародній

науково-практичній конференції «Методичні підходи до формування стратегічного бачення соціально-економічного розвитку регіонів» (м. Дніпро, 2019 р.); Міжнародній науково-практичній конференції «Актуальні питання економіки, обліку, фінансів та права в сучасних умовах» (м. Полтава, 2019 р.); Всеукраїнській науково-практичній конференції «Теоретичні та практичні аспекти антикризового регулювання економіки країни» (м. Одеса, 2019 р.); Міжнародній студентсько-аспірантській науковій конференції «Стратегія формування відкритої господарської системи в Україні» (м. Львів, 2008 р.).

Публікації. За результатами проведених досліджень автором опубліковано 17 наукових праць загальним обсягом 6,31 друк. арк., з них: 8 статей – у наукових фахових виданнях (у тому числі 5 – у виданнях, що індексуються у міжнародних наукометричних базах даних), 9 тез доповідей – у матеріалах конференцій, круглих столах.

Обсяг та структура роботи. Дисертація складається зі вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел, що налічує 259 найменувань. Загальний обсяг дисертаційної роботи складає 244 сторінки комп'ютерного тексту, з них основний зміст викладено на 192 сторінках. Робота містить 28 таблиць, 22 рисунки та 7 додатків.

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ ТА ЇЇ ВПЛИВ НА СТАБІЛЬНІСТЬ ГРОШОВОЇ ОДИНИЦІ

1.1. Сутність, класифікація і режими грошово-кредитної політики

Забезпечення сталого розвитку економіки країни, стабільність банківської системи та національної грошової одиниці в значній мірі залежить від дієвої грошово-кредитної політики центрального банку. Теоретичним аспектам сутності, цілям, інструментам грошово-кредитної політики присвячені фундаментальні роботи провідних учених світу. В економічній теорії визначення поняття «грошово-кредитна політика» має багатоаспектний вираз, але у той же час відсутнє єдине бачення щодо змістовного наповнення даного поняття.

Проведення ефективної грошово-кредитної політики для забезпечення стабільності національної грошової одиниці України обумовлюється рядом чинників. Однакове розуміння її сутності, фінансово-економічного змісту є об'єктивною необхідністю, оскільки цю політику проводять у життя конкретні посадовці. Проте, навіть серед науковців спостерігаємо різні підходи для визначення грошово-кредитної політики.

Концепція грошово-кредитної політики почала формуватися ще на початку 20 століття. Оскільки в основі грошово-кредитної політики лежить теорія грошей, яка вивчає процес впливу на стан економіки в грошей загалом і грошово-кредитної політики зокрема, остільки зміст тієї чи іншої концепції грошово-кредитної політики безпосередньо залежить від того, в рамках якого напряму економічної думки вона виникла. Сьогодні теоретичні проблеми грошово-кредитної політики є полем гострих дискусій, і суперництва між науковими школами західної економічної думки. Головний поділ пролягає між кейнсіанським підходом, що втілює ідеї оперативного застосування грошей як інструменту повсякденного управління економічною кон'юктурою та

стимулювання темпів господарського розвитку, і монетаризмом, що засуджує подібні маніпуляції в грошовій сфері які, на думку прихильників цієї доктрини, ведуть до посилення господарських протиріч та утруднення дії стихійних ринкових стабілізаторів. Кейнсіанство, як відомо, сформувалося в 30-40-х роках і швидко зайняло панівне становище в теоретичній літературі і програмах економічної політики; монетаризм же вперше вийшов на арену пізніше, в середині 50-х років, і тривалий час був об'єктом скептичного ставлення і нападів з боку академічних та урядових кіл провідних країн з ринковою економікою.

Так монетаристи надали потужний імпульс розвитку грошових досліджень. Прихильники цього напрямку звинуватили ортодоксальних кейнсіанців в ігноруванні важливої ролі грошових факторів у відтворювальному процесі і в проведенні свідомо проінфляційної політики. Особливу увагу вони приділили вивченню різних ефектів і народногосподарських наслідків грошових зрушень, виділивши в якості вирішальної ланки динаміку грошової маси. Однак, в кінцевому підсумку, позиція монетаристів привела до гіпертрофованої ролі грошей в економічному механізмі, до необґрунтованого зображення їх як найважливішого, визначального чинника розвитку кон'юнктури і динаміки номінального (вираженого в поточних цінах) національного доходу. Дійсно, в основоположних аспектах ці школи подібні, так як обидві зосереджують увагу на урядовій політиці, яка впливає на сукупний попит в такій мірі, що проблеми виробництва і сукупної пропозиції залишаються поза рамками аналізу. Реальні відмінності між цими школами в тій мірі, в якій вони досліджують проблему вибору між грошово-кредитною і фіскальною політикою, випливають з емпіричних спостережень [173, с. 112].

У своїй роботі Дж.М. Кейнс «Загальна теорія зайнятості, відсотка і грошей» (1936р) обґрунтував необхідність постійного і широкого втручання держави в економічне життя за допомогою переважно фіскальних інструментів регулювання для запобігання економічних криз і забезпечення зайнятості. На

практиці втіленням цих поглядів була, перш за все, політика так званих «вбудованих стабілізаторів», відповідно до якої при появі передумов економічного підйому центральний банк повинен насичувати економіку грошима через переоблік зобов'язань економічних агентів, наприклад векселів або іпотечних паперів. При виявленні ознак «перегріву» центральний банк повинен зменшувати грошову масу, викликаючи кероване уповільнення економічного зростання.

У 1970-80 рр. основні ідеї кейнсіанства були піддані критиці економічної школою «монетаристів» (засновник школи – М. Фрідмен). М. Фрідмен і А. Шварц у праці «Монетарна історія Сполучених Штатів, 1867-1960 рр.» пишуть про виявлену ними закономірність, згідно з якою темпи зростання грошової маси, що перебуває в обігу, пов'язані з рухом ділового циклу, випереджуючи загальні темпи його розвитку. Дослідження Мілтона Фрідмена і Анни Шварц відкрили взаємозв'язок між темпами зростання грошової маси і точками екстремумів в діловому циклі [70, с. 44]. Монетаристи бачать велику небезпеку в маніпулюванні грошовою масою. Вони вважають, що в процесі регулювання спостерігається певний лаг між зміною грошової маси і відповідним ефектом в сфері виробництва тривалістю від 5 до 21 місяців в умовах циклічної кризи і 13-14 місяців - при циклічному підйомі. У зв'язку з цим робиться висновок, що центральні банки повинні проводити рівномірне збільшення грошової маси - не більше 3-5% в рік. Саме такий приріст грошової маси, на думку вчених, стимулює ділову активність в економіці. Цей ефект триває 6-8 місяців, після чого значення макроекономічних показників повертаються до вихідного рівня.

Вчені-прихильники монетаристської теорії виступають за пріоритет жорсткої грошово-кредитної політики, яка не залежить від стану кон'юнктури, спрямована на обмеження інфляції і головна функція якої – контроль за випуском грошей в обігу. При цьому метою такого контролю є відповідність пропозиції грошей довготривалому темпу зростання економіки. Вважається, що така орієнтація на довгострокові тенденції в сфері грошового обігу буде найкращим чином сприяти підтримці оптимальних темпів зростання економіки.

На думку деяких монетаристів, антициклічне регулювання ринкової економіки порушує дію стихійних ринкових сил, наслідком чого є посилення інфляційних тенденцій.

На підтвердження даних висновків монетаристи посилалися на досвід 70-х рр. минулого століття, коли індустріально розвинуті держави збільшували пропозицію грошей (що призводило до інфляції), однак економічного зростання не спостерігалось. Ця ситуація отримала назву «стагфляції», інфляції в поєднанні зі стагнацією. Наслідки проведення жорсткої грошово-кредитної політики сприяли тому, що ринок покинули неконкурентоспроможні компанії, і це послужило основою «нового» економічного зростання. Однак кейнсіанці теж не відкидають необхідність рестрикційної політики. Дискусії зазначених двох течій, по суті, зводяться до того, що монетаризм відкидає ідею «вливання грошей під майбутнє економічне зростання».

Сучасні кейнсіанці і монетаристи визнають, що зміна грошової пропозиції впливає на обсяг ВВП, але оцінюють по-різному і значення цього впливу, і механізм: з точки зору кейнсіанців, в основу грошово-кредитної політики повинен бути покладений певний рівень процентної ставки, а з точки зору монетаристів – сама пропозиція грошей.

Підхід до політики багато в чому зумовлюється вихідними ідейно-філософськими передумовами, що лежать в основі різних політико-економічних течій і шкіл. Так, висновки кейнсіанської доктрини диктуються властивою цій течії філософією активізму, енергійного втручання держави в господарські процеси для пом'якшення циклічних коливань кон'юнктури і досягнення високого рівня виробництва та зайнятості робочої сили. Монетаристи ж відстоюють принцип невтручання в економічне життя. Вони негативно ставляться до ідей «компенсаційної» політики і на перше місце ставлять принцип стабілізації купівельної сили грошей як найважливішої умови збереження загальноекономічної рівноваги.

Таким чином, монетаристи виступають проти активної макроекономічної політики держави. Ринкова економіка, стверджують вони, є стійкою в самій

своїй основі, а державне втручання лише порушує природні механізми пристосування господарства до мінливих умов [172, с. 78].

До теперішнього часу в середовищі центральних банків найбільшою популярністю користується монетаристський підхід, орієнтований на забезпечення грошової пропозиції з метою стабілізації цін. У той же час цілий спектр нових явищ, таких як потоки капіталу, фінансові інновації, фондові «бульбашки» і т.д. змушують дослідників переглядати фундаментальні ідеї монетаризму.

Розвиток економіки на рубежі ХХ - ХХІ століть характеризується посилюються процесами глобалізації економічних систем, що руйнують кордони національних господарств, що росте лібералізацією економічних режимів; зростанням впливу транснаціональних корпорацій у функціонуванні національної економіки; зростаючою залежністю держав від глобальних і фінансових ринків [169, с. 85]. Таким чином, грошово-кредитна політика повинна не підлаштовуватися під економічну структуру, а через свій вплив на економіку формувати цю структуру. Концепція монетаризму про невтручання держави в ринкову економіку виявилася неспроможною.

На даний час монетаризм вже не є повним антиподом кейнсіанської концепції розвитку економіки. Нині існує синтез кейнсіанства і монетаризму – самостійна теоретична модель, яка акумулює елементи обох економічних теорій. З такою позицією погоджується більшість фахівців, а розбіжності, як правило, виникають у зв'язку з вибором шляхів вирішення цих завдань, адже головним напрямком розвитку грошово-кредитних відносин, на нашу думку, має бути забезпечення стабільності національної грошової одиниці та нормального грошового обороту, що дозволяє ефективно функціонувати усім категоріям економічних агентів.

Розглянемо окремі підходи щодо трактування поняття «грошово-кредитна політика» зарубіжними науковцями.

За визначенням Е. Дж. Долана, грошово-кредитна політика складається з усіх дій уряду, які впливають на кількість грошей, що перебувають в обігу.

Тобто, грошово-кредитна політика складається з комплексу заходів регулюючого впливу, спрямованих на зміну грошової маси в обігу і покликаних безпосередньо впливати на ділову активність та ліквідність банківської системи [58, с. 38]. П. Самуельсон, В.Нордгаус трактують грошово-кредитну політику як складник макроекономічної політики, за допомогою якої уряд контролює грошовий обіг держави, кредит і банківську систему [156, с. 23]. Проте такий підхід надто узагальнений і недостатньо характеризує економічну сутність грошово-кредитної політики, а визначає її як складову загальної економічної політики, а в даних визначеннях відсутній наголос на способах, за допомогою яких центральний банк контролює пропозицію грошей і зв'язки між грошима, національним обсягом виробництва та інфляцією.

Мишкін Ф. трактує грошово-кредитну політику як один із провідних інструментів, за допомогою якого органи влади в ринковій економіці регулярно впливають на темп і напрямок загального економічного зростання, включаючи не лише рівень валового продукту і зайнятості, але й загальний рівень зростання чи падіння цін [108, с. 529]. Інші автори під поняттям «грошово-кредитна політика центрального банку» розуміють систему заходів, що змінює обсяг грошей, що перебувають в обігу для досягнення основних економічних цілей. До них відносяться економічне зростання, підвищення рівня зайнятості, стабільність цін і курсу національної валюти» [234, с. 2]. Недоліком цих визначень є те, що сутність грошово-кредитної політики у даному випадку визначається через конкретні її стратегічні та тактичні цілі, однак не зазначено, що вони можуть змінюватися залежно від особливостей конкретного історичного періоду, притаманних для нього викликів і загроз, специфіки національних інтересів держави.

Далі розглянемо погляди вітчизняних дослідників на предмет визначення сутності грошово-кредитної політики.

Іванов В. та Сафіщенко І. виходять з того, що «грошово-кредитна політика – це сукупність заходів у сфері грошового обігу і кредитних відносин» [71, с.10]. Таке визначення грошово-кредитної політики достатньо широке, проте

нічого не сказано про цілі грошово-кредитної політики. У „Фінансовому словнику” А.Г. Загороднього грошово-кредитна політика розуміється, як „сукупність заходів держави у сфері грошового обігу та кредитних відносин які проводяться з метою впливу на кількість грошей що перебувають в обігу” [64, с.356]. Відповідно до цього визначення, метою грошово-кредитної політики є вплив на кількість грошей в обігу, а такі важливі цілі як економічне зростання та стабільність національної грошової одиниці залишаються поза увагою.

Крилова О.В. вважає грошово-кредитну політику комплексом заходів у сфері грошового обігу та кредиту, спрямованих на забезпечення стабільності грошової одиниці України через використання визначених Законом засобів і методів [88]. Це визначення є достатньо повним, у ньому акцентовано увагу на основній цілі грошово-кредитного регулювання.

Професори Мороз А.М. та Савлук М.І. тлумачать грошово-кредитну політику як комплекс взаємозалежних, скоординованих на досягнення заздалегідь визначених соціально-економічних цілей, заходів для регулювання грошового обігу, що здійснює держава через центральний банк [174, с. 382]. Таке визначення є достатньо повним, однак у ньому не вказано на кредитній складовій грошово-кредитної політики, а також не перелічено основних її цілей.

Група авторів (А. Даниленко, О. Береславська, Є. Бесараб, С. Буковинський, Д. Василик) трактують грошово-кредитну політику як складову частину економічної політики держави, яка являє собою систему заходів, що змінює обсяг грошей, що перебувають в обігу для досягнення основних економічних цілей. До них відносяться економічне зростання, підвищення рівня зайнятості, стабільність цін і курсу національної валюти» [171, с. 202].

У Законі України „Про Національний банк України” дається таке визначення грошово-кредитної політики: це комплекс заходів у сфері грошового обігу та кредиту, направлених на регулювання економічного зростання, стримування інфляції та забезпечення стабільності грошової одиниці України, забезпечення зайнятості населення та вирівнювання платіжного

балансу [65]. Це визначення є найбільш повним з усіх перелічених. У ньому вдало акцентовано на комплексі заходів у сфері грошового обігу та кредиту направлення на досягнення перелічених цілей. Однак вирівнювання платіжного балансу вкрай рідко фігурує в переліку основних цілей грошово-кредитної політики, зважаючи на його залежність від багатьох факторів.

Водночас трапляються і дещо вужчі тлумачення грошово-кредитної політики. Важливо навести думку відомого вченого та дослідника грошово-кредитної політики І.О. Лютого. На думку науковця, „грошово-кредитна політика – це державне регулювання сфери грошового обігу та кредитних відносин” [98, с.96]. Така думка є спірною, адже грошово-кредитне регулювання є процесом прямого або опосередкованого впливу центрального банку на грошово-кредитну систему. Більше того, поняття «державне регулювання» є ширшим від грошово-кредитного.

А у підході В. Базилевича, К. Базилевич, Л. Баластрик і В. Козюка метою грошово-кредитної політики є забезпечення рівноваги між пропозицією грошей і попитом на них та підтримання зовнішньої та внутрішньої стабільності національної валюти [7].

Досить поширеною є думка, що «грошово-кредитна політика є організаційно оформленим регулятивним механізмом зі своїми специфічними цілями, каналами, інструментами та роллю в державному економічному регулюванні». При цьому головною проблемою для будь-якої країни залишається вибір оптимальної політики відповідно до конкретних економічних умов. Залежно від цього визначаються стратегічні цілі політики, віддається перевага тим чи іншим діям центральних банків, визначаються межі її можливостей та взаємозв'язок з фіскальною регуляторною політикою [8].

Водночас, у науковій літературі часто зустрічається синонімічна заміна понять «грошово-кредитна політика» та «грошово-кредитне регулювання». Так, Б. П. Адамик визначає грошово-кредитну політику як «комплекс взаємопов'язаних, скоординованих на досягнення певних цілей заходів з регулювання грошового ринку, які проводить держава через свій центральний

банк» [1, с. 39], а В. В. Козюк визначає грошово-кредитну політику як комплекс заходів, ототожнюючи грошово-кредитну політику та грошово-кредитне регулювання [80, с. 195].

Наведемо низку інших трактувань поняття «грошово-кредитна політика», що засвідчує відсутність єдиного підходу до його розуміння:

один із альтернативних видів політики уряду, що спрямовується на вплив на процентні ставки і валютні курси, загальніше – на умови фінансових ринків і їхні зв'язки з реальною економікою (М. Бурда, Ч. Виплош) [26, с. 89];

- сукупність заходів впливу держави в особі центрального банку на перебіг економічних процесів, що здійснюються в сфері грошового обігу і кредиту, спрямованих на забезпечення ефективного функціонування економіки та стабільності національної грошової системи (Запаранюк Т.В.) [67];

- сукупність заходів, спрямованих на забезпечення нормального функціонування грошового обігу, стійкості національної грошової одиниці, стабільності її купівельної спроможності, а також забезпечення рівноважного розвитку економіки взагалі (П.О. Нікіфоров) [130, с. 12]

- політика, яка впливає на обсяг і структуру виробництва, загальний рівень цін, інвестицій та зайнятості, на стан зовнішньоекономічної рівноваги, змінюючи пропозицію грошей в економіці (С. М. Будаговська, О. І. Кілієвич, І. О. Луніна) [110, с. 318-319];

- системна сукупність національних інтересів (пріоритетів), наукових підходів та заходів в сфері грошового обігу та кредиту, направлених на регулювання і забезпечення економічного зростання, стабільності грошової одиниці України, соціального захисту населення, стримування інфляції та вирівнювання платіжного балансу країни (І.О. Плужніков) [147, с. 87];

- комплекс взаємозв'язаних, скоординованих на досягнення певних цілей заходів щодо регулювання грошового ринку, які проводить держава через свій центральний банк (Коркач І.В.) [86];

- сукупність заходів законодавчої та виконавчої влади, спрямованих на досягнення стабілізації національної грошової одиниці, підвищення ліквідності

та кредитоспроможності банківських інститутів через регулювання грошового ринку (С.О. Мисак) [107, с. 32];

- політика у сфері грошового обігу і кредиту, спрямована шляхом регулювання пропозиції грошей на забезпечення ефективного функціонування економіки (Гребеник Н.І.) [35]. З такого трактування випливає, що єдиною метою грошово-кредитної політики є ефективне функціонування економіки

Звідси видно, що у фінансовій науці та практиці немає на даний час єдиного теоретико-методологічного підходу до розуміння сутності та характерних особливостей грошово-кредитної політики. Розмаїття та суперечливість поглядів науковців на предмет визначення даного поняття концентруються у двох напрямках. Так, одні науковці розкривають повніше її сутність та розглядають з позиції таких дій центрального банку, як вплив на економічне зростання, стримування інфляції, забезпечення стабільності грошової одиниці, забезпечення зайнятості населення, вирівнювання платіжного балансу, підвищення ліквідності та кредитоспроможності банківських установ та забезпечення соціального захисту населення тощо. Натомість інші вчені, визначають сутність грошово-кредитної політики з огляду на сукупність засобів впливу на грошову масу та пропозицію грошей в економіці. Все це зумовлює потребу у проведенні необхідних досліджень на предмет сутності, особливостей та механізмів реалізації грошово-кредитної політики.

Узагальнюючи порівняння всіх розглянутих вище тверджень щодо сутності грошово-кредитної політики, виділимо низку таких особливостей, що найбільш притаманні цьому поняттю:

1. Грошово-кредитна політика здійснюється центральним банком у будь-якій країні не спонтанно, а ґрунтується на відповідній нормативно-правовій та інформаційно-методологічній базі, а також прогнозних розрахунках відповідних макроекономічних показників.

2. Для грошово-кредитної політики є характерним чітко визначений часовий горизонт її реалізації та відповідність поточному циклу економічного розвитку країни.

3. Грошово-кредитній політиці притаманна чітка цільова спрямованість, яка залежить від орієнтирів економічної політики держави, а саме: підтримка цінової та/або фінансової стабільності, забезпечення відповідних темпів зростання ВВП, досягнення певної величини монетарних агрегатів (монетизації економіки), забезпечення стабільного валютного курсу, сприяння зайнятості населення тощо;

4. Наявність відповідного монетарного інструментарію, цілеспрямоване та узгоджене застосування якого сприяє досягненню цілей грошово-кредитної політики.

Виходячи із вищенаведеного, можна стверджувати, що грошово-кредитна політика – це комплекс взаємозв'язаних заходів центрального банку у сфері регулювання грошового обігу і кредиту, який передбачає цілеспрямоване використання грошово-кредитних інструментів, спрямованих на досягнення стабільності національної грошової одиниці, стимулювання темпів економічного зростання, підвищення рівня зайнятості та інших законодавчо регламентованих державою економічних цілей. На нашу думку, в авторському визначенні сутність грошово-кредитної політики пов'язується з основною її ціллю – забезпечення стабільності національної грошової одиниці, а також із певним монетарним механізмом її досягнення та конкретною установою – центральним банком, відповідальною за її проведення.

Як бачимо, грошово-кредитна політика спрямована на досягнення конкретних завдань, які прийнято називати цілями грошово-кредитної політики. На основі аналізу наукових праць присвячених проблемам грошово-кредитного регулювання [2; 78; 91; 102; 108; 174], можна зробити висновок про існування консенсусу серед науковців щодо поділу цілей грошово-кредитної політики на стратегічні, проміжні, тактичні (табл. 1.1, рис. 1.1).

Таблиця 1.1

Цілі грошово-кредитної політики

Стратегічні цілі	Проміжні цілі	Тактичні цілі
стабільність цін	темپ приросту грошової маси	темп росту грошової бази
економічне зростання, висока зайнятість	процентні ставки комерційних банків	кредити комерційним банкам
стабільність фінансових ринків	рівень процентів за державними облігаціями	рівень процентів на міжбанківському ринку

Джерело: складено автором на основі [2; 78; 91; 102; 108; 174].

Ковалюк О.М. зазначає, що стратегічні цілі – це ключові цілі в загальнодержавній макроекономічній політиці: зростання зайнятості, збалансування платіжного балансу, економічне зростання, стабільний рівень цін, стабільність на фінансових ринках, стабільність процентних ставок, стабільний курс національної валюти [78, с. 291].

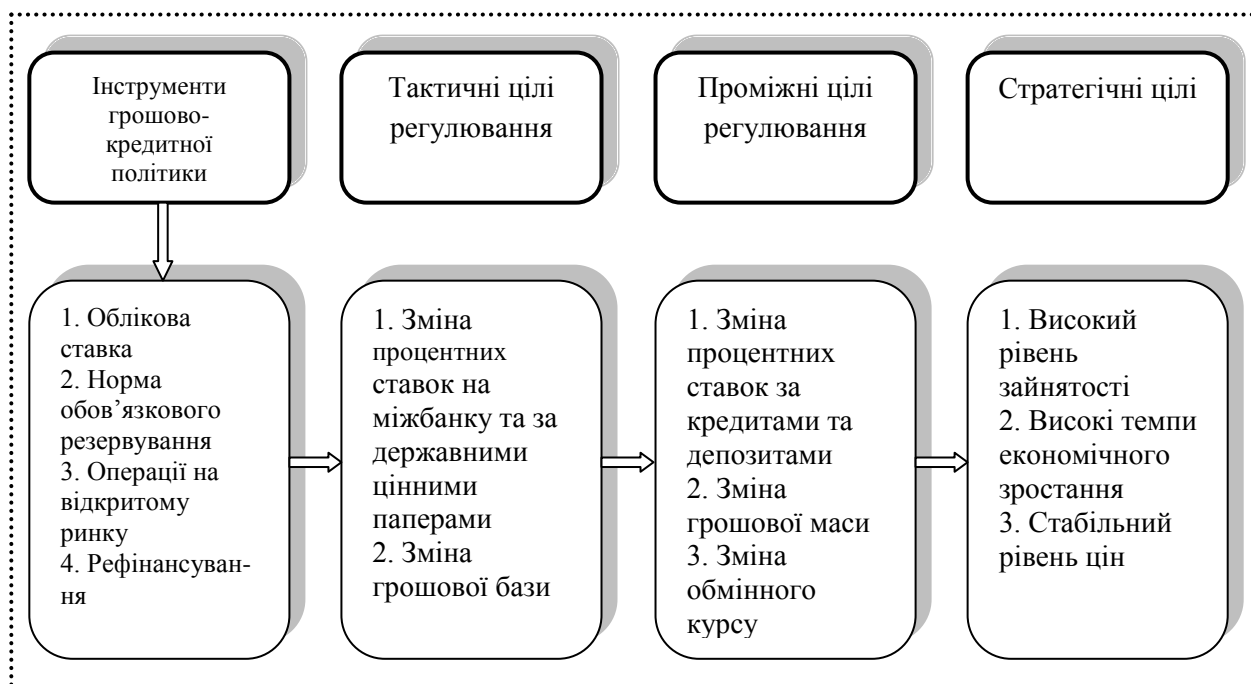


Рис. 1.1. Класифікація основних цілей грошово-кредитної політики

Джерело: складено автором на основі [2; 78; 91; 102; 108; 174].

Як справедливо зазначає Мишкін Ф.С., багато із стратегічних цілей грошово-кредитної політики збігаються (наприклад висока зайнятість поєднується із економічним зростанням), але окремі суперечать одні одним [108, с. 532]. Відмий вчений Панчишин С.М. пояснює це тим, що досягнення стабільного рівня цін часто не відповідає таким цілям, як стабільність

процентних ставок і високий рівень зайнятості у короткостроковому періоді. Річ у тім, що коли національна економіка перебуває у фазі піднесення і безробіття зменшується, то процентні ставки та інфляція можуть підвищитись [139, с. 385]. Крім того, відповідно до кривої Філіпса, у короткостроковому періоді існує обернена залежність між рівнем безробіття та темпами зростання цін, що також підтверджує певну несумісність окремих цілей грошово-кредитної політики.

Часто виникають суперечності між стратегічними цілями, які ставлять центральні банки та уряди країн при проведенні грошово-кредитної політики. Відтак вони постають перед проблемою вибору (рис. 1.2).

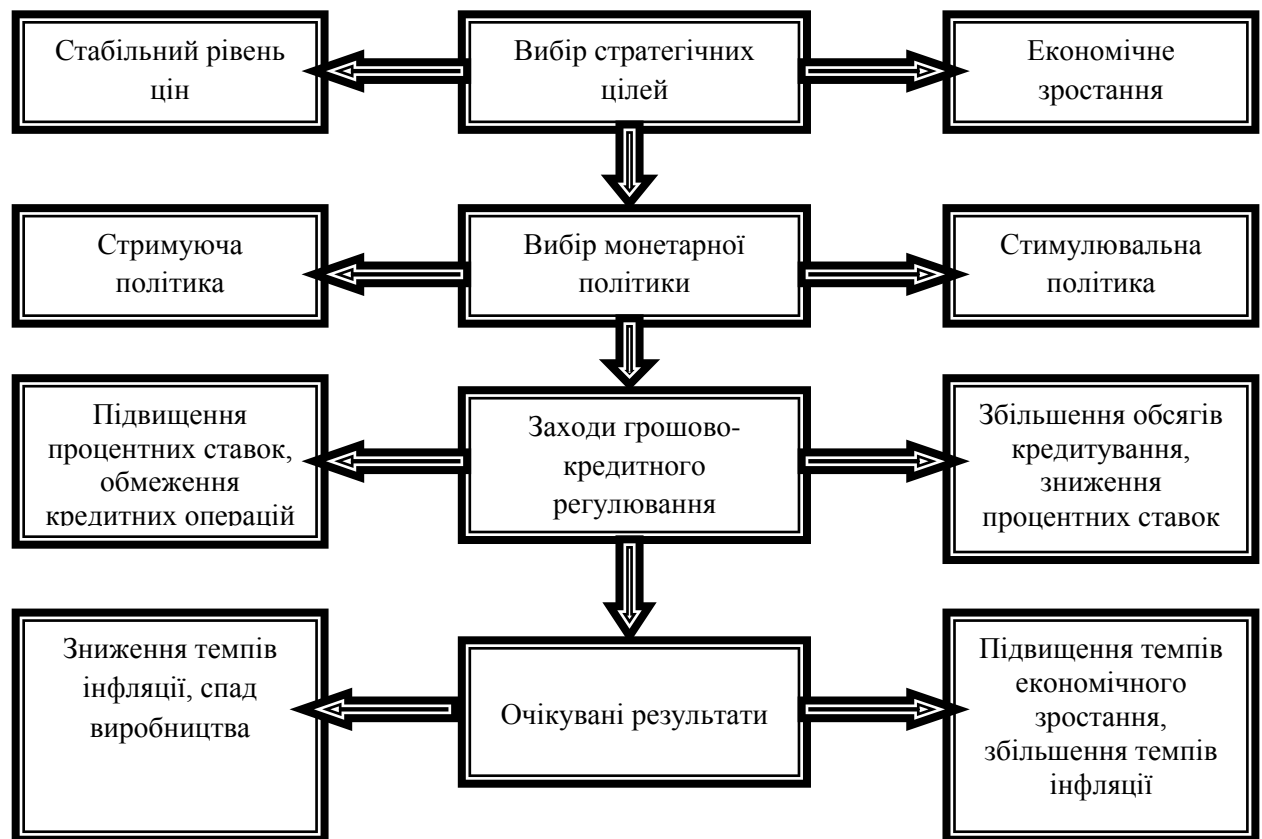


Рис. 1.2. Несумісність стратегічних цілей грошово-кредитної політики.

Джерело: складено автором на основі [2;78;91;102;108;139;174].

На думку Фредеріка Мишкіна, центральний банк утримає нижчі показники інфляції у довгостроковій перспективі, у випадку тримання інфляції під контролем, замість несподіваної експансіоністської політики [230, с. 381]. Саме

тому, для більшості центральних банків основною стратегічною ціллю грошово-кредитної політики є утримання інфляції на низькому та стабільному рівні (додаток А).

Як бачимо, з додатку А основними цілями наведених центральних банків є підтримка цінової стабільності та забезпечення економічного зростання. Відповідно до Конституції України, основною функцією Національного банку України є забезпечення стабільності грошової одиниці [85]. При виконанні своєї основної функції Національний банк має виходити із пріоритетності досягнення та підтримки цінової стабільності в державі [50].

Проміжні цілі грошово-кредитної політики – це цілі по зміні економічних процесів, що сприятимуть досягненню стратегічних цілей [78, с. 292]. Таким чином, як вірно зазначає Гребеник Н., роль проміжних цілей полягає в доповненні стратегічних та їх конкретизації [35].

Особливістю проміжних цілей є їхня дія протягом тривалого періоду, впродовж якого може бути доведено їх ефективність. Наприклад, активізація кон'юнктури ринку шляхом зростання грошової маси або зниження відсоткових ставок у короткостроковому періоді можуть спричинити зростання попиту та цін і лише за умови, що ці заходи активізують інвестиційні процеси, зростання виробництва [35].

Тактичні цілі монетарної політики мають короткостроковий характер і покликані забезпечити досягнення проміжних цілей [2, с. 43]. Зазвичай тактичні цілі характеризуються короткостроковістю їх дії, а також можливістю їх реалізації завдяки оперативним діям центрального банку. Вони забезпечують досягнення проміжних цілей. До них можна віднести такі індикатори, як грошова маса, процентна ставка, валютний курс. При визначенні тактичних цілей необхідно враховувати їх вплив на бажані проміжні цілі. Якщо бажаною проміжною метою буде процентна ставка, то й відповідно, найкращою тактичною метою буде процентна ставка, бо вони тісно пов'язані між собою, якщо проміжною метою виступить грошова маса, то як тактичні цілі краще обрати грошові агрегати, тобто вибір найкращої тактичної мети виходить із

вибору проміжної мети [121, с. 240]. Крім того, виконання проміжних цілей залежить від правильного поєднання тактичних цілей. Так, нейтралізація інфляційного тиску, який був зумовлений зростанням грошової маси в обігу, може бути здійснена шляхом зміни процентної ставки та валютного курсу.

Важливим є питання класифікації видів грошово-кредитної політики. З метою обліку, аналізу та планування діяльності центрального банку у сфері грошово-кредитної політики, вона класифікується за різними ознаками, що впливають з цільового призначення грошово-кредитної політики, механізмів її реалізації та ступеня впливу на ті чи інші економічні процеси. В сучасній економічній літературі є чимало різних класифікацій грошово-кредитної політики, причому кожен учений пропонує свою систему класифікаційних критеріїв, відтак виникає проблема систематизації вже самих класифікаційних ознак. Вважаємо, що певну класифікацію грошово-кредитної політики породжує конкретна мета дослідження. У таблиці 1.2 відображено класифікацію видів грошово-кредитної політики.

Таблиця 1.2

Класифікація видів грошово-кредитної політики

Критерій класифікації	Види грошово-кредитної політики
За широтою охоплення цілей	вузька; широка.
За спрямованістю та мірою впливу на пропозицію грошей	експансійна (дешевих грошей); політика рефляції; рестрикційна (дорогих грошей); політика дезінфляції.
За кон'юктурою ринку	загальна; селективна
За впливом на грошову масу та процентну ставку	гнучка; жорстка; проміжна
За частотою проведення	традиційна; нетрадиційна
За часовою орієнтацією	короткострокова; довгострокова
За характером змін	коригуюча; радикальна
За характером впливу на стабільність грошової одиниці	підтримуюча; індіферентна

Примітка: курсивом виділено критерії та види грошово-кредитної політики, запропоновані автором.
Джерело: складено та доповнено автором на основі [2; 43; 78; 87; 91; 102; 108; 127; 139; 163; 174].

Так, у підручнику «Гроші та кредит» за редакцією М.І. Крупки, грошово-кредитну політику поділяють на вузьку і широку залежно від того, на

реалізацію яких цілей, стратегічних чи короткотермінових, спрямована політика [43, с. 226].

Вузька грошово-кредитна політика передбачає наявність однієї мети, на досягнення якої спрямована дія мінімальної кількості монетарних інструментів. Натомість, широка грошово-кредитна політика має на меті досягнення кількох цілей при використанні цілого арсеналу монетарних знарядь. Під «вузькою» політикою слід розуміти досягнення оптимального валютного курсу за допомогою інтервенцій на валютному ринку, облікової політики та інших інструментів, що впливають на короткострокові процентні ставки. «Широка» політика спрямована на боротьбу з інфляцією через вплив на грошову масу в обігу.

Найпоширенішою є класифікація за спрямованістю та мірою впливу регулятивних заходів на пропозицію грошей. Відповідно до неї розрізняють два типи політики: політику грошово-кредитної експансії та політику рестрикції, котрі є протилежними за напрямком дії варіантами з усіх можливих механізмів регулювання пропозиції грошей. Проте між ними є й проміжні варіанти таких механізмів – політика рефляції та політика дезінфляції.

Аналіз літературних джерел [2; 43; 78; 87; 91; 102; 108; 127; 139; 174] показує наявність консенсусу щодо поділу грошово-кредитної політики на стимулювальну (політика «дешевих грошей») та стримувальну («дорогих грошей»). Іноді їх називають експансійною (*expansionary monetary policy*) та рестрикційною (*restrictive monetary policy*), від відповідних дефініцій в англійській літературі. Політика дешевих грошей спрямована на збільшення надлишкових резервів комерційних банків, що підвищить пропозицію грошей та збільшить обсяг національного виробництва. І навпаки, політика центрального банку спрямована на стримування інфляції називається стримувальною політикою, або політикою «дорогих грошей».

Експансійна політика ґрунтується на довільному, стрімкому збільшенні пропозиції грошей, в процесі чого послаблюється контроль й обмеження на емісійну діяльність та операції з рефінансування НБУ, на кредитну діяльність

комерційних банків (скорочення норми обов'язкових резервів, облікова ставка, ставки рефінансування, ставки на ринку міжбанківського кредиту). У більшості ціллю переходу до експансійної політики проголошується стимулювання ділової активності, економічного зростання та усунення безробіття, тобто ті стратегічні цілі, котрі знаходяться тільки в реальному секторі економіки та не включають регулювання рівня цін. У короткому проміжку часу таких цілей можна досягти за допомогою активного збільшення платоспроможного попиту і зменшення процента за кредит. Такі заходи провокують приплив кредитних вкладень у реальний сектор, нарощення інвестицій й обсягів виробництва, кількості робочих місць і зайнятості. Водночас збільшуються дохід та заощадження населення, інвестиції, включаючи резерви банків та розвивається кредитування споживчих потреб населення. Відповідно до цього, стрімко зростає попит на споживчому ринку, що призупиняє зростання виробництва товарів і послуг для населення [115].

Доцільнішою та більш дієвою є політика рефляції, котру ще називають політикою "м'якої" інфляції". За цієї політики пропозиція грошей збільшується малими темпами, контрольовано. Рефляція здебільшого проводиться після дефляції (рестрикції), в її основі стоїть помірний ріст цін до значення якому вони дорівнювали до початку дефляції [226]. Поступово відновлюються також обсяги грошей в обороті та рівень процента (скорочується до попереднього рівня). За допомогою такої політики інфляція має низький рівень, стає регульованим стимулятором економічного зростання без значного негативного впливу на стабільність грошей. Тут важливим є не переходити межі, за якою інфляція набере форсованої динаміки, яка підірве вартість грошей.

Політика рестрикції (обмеження) базується на стрімкому скороченні пропозиції грошей та скорочення їх маси в обороті. Це досягається за допомогою обмежень монетарної емісії, зменшенням обсягів рефінансування НБУ комерційних банків, скороченням обсягів кредитування суб'єктів господарювання та населення. Використовується в більшості країн при високій інфляції для гальмування подальшого розкручування інфляційної спіралі. За

таких умов грошово-кредитна рестрикція сприяє посиленню фіскаль но-бюджетних важелів регулювання кон'юнктури ринку: зростанням податків, зменшенням податкових пільг, витрат бюджету та бюджетного дефіциту. Зважаючи на це, рестрикційна політика має протилежний вплив на економіку щодо політики інфляції та її ще називають політикою дефляції чи "дорогих грошей" [136].

Ціллю дезінфляційної політики є стримування поширення інфляції. Вона найефективніша у згладжуванні циклічних коливань ділової активності, бо попереджає або гальмує інфляцію у випадку піднесення економіки, зумовленого "перегрівом" економіки [223].

За кон'юктурою ринку грошово-кредитну політику поділяють на загальну та селективну. Загальна політику розповсюджується на сферу грошово-кредитних відносин загалом, тоді як селективна – лише на окремі аспекти її функціонування, а саме: на окремі банки або їх групи, на певні види банківської діяльності, на регулювання окремих видів кредиту тощо. Основними інструментами селективної грошово-кредитної політики є: - запровадження лімітів облікових та переоблікових операцій (по галузях, регіонах); лімітування окремих банківських операцій; запровадження маржі при проведенні різних банківських операцій; регламентація умов видачі окремих видів позик різним категоріям позичальників; запровадження «кредитних стель» [78, с.292].

Небава М.І. поділяє грошово-кредитну політику на гнучку, жорстку та проміжну. Відповідно до цього підходу, гнучка грошово-кредитна політика – це політика центрального банку спрямована на фіксацію або підтримку процентних ставок на певному рівні. Натомість, жорстка грошово-кредитна політика спрямована на фіксацію або підтримку стабільного обсягу пропозиції грошей. У цьому випадку, зростання попиту на гроші призводить до зростання процентної ставки. Проміжному типу монетарної політики відповідає висхідна крива пропозиції грошей. Зі зростанням попиту на гроші зростає пропозиція грошей, але в обсязі недостатньому для підтримки процентної ставки на стабільному рівні. Відповідно до цієї класифікації, конкретний вид грошово-

кредитної політики залежить, насамперед, від того, що стабілізується, - пропозиція грошей чи процентна ставка, так як стабілізувати обидві величини одночасно неможливо [127, с. 282].

За частотою проведення грошово-кредитну політику можна поділити на традиційну та нетрадиційну [87]. Традиційна грошово-кредитна політика передбачає використання традиційних інструментів, таких як облікова ставка, операції на відкритому ринку та інших. Нетрадиційна грошово-кредитна політика проводиться у випадках, коли використання традиційних інструментів мало результативне. На думку Костюченко Я.О., нетрадиційна грошово-кредитна політика використовується, коли рівень процентних ставок є незначним та існують побоювання щодо поточної або майбутньої дефляції, оскільки остання може спровокувати економічний спад. До основних заходів даної політики належать кредитне і кількісне пом'якшення [87].

На нашу думку, за характером впливу на стабільність грошової одиниці, грошово-кредитну політику можна умовно поділити на підтримуючу та індіферентну. Ми виходимо з того, що підтримуюча грошово-кредитна політика передбачає досягнення цінової стабільності та проведення валютних інтервенцій для згладжування надмірних коливань обмінного курсу. Індиферентна політика проводиться у випадку, коли ЦБ має на меті досягнення інших цілей, наприклад, стимулювання темпів економічного зростання.

Вважаємо також доцільним розрізняти короткострокову та довгострокову політики. Короткострокова грошово-кредитна політика може бути спрямована на досягнення конкретної короткострокової цілі, наприклад, зниження рівня інфляції чи стимулювання темпів економічного зростання. Довгострокова монетарна політика має на меті досягнення цінової стабільності, оскільки номінальні змінні не впливають на реальні у довгостроковому періоді.

На думку автора, за характером змін, грошово-кредитну політику можна поділити на коригуючу та радикальну. Коригуюча грошово-кредитна політика має на меті відкоригувати монетарні інструменти, для пришвидшення досягнення визначеної цілі, наприклад, у випадку зниження облікової ставки та

незначного розширення кредитування, ЦБ може її відкоригувати у напрямі ще більшого пониження. Радикальна грошово-кредитна політика означає радикальну зміну напрямку проведення політики. У випадку, якщо попередня стримувальна політика була ефективною та темпи інфляції знизились, ЦБ може змінити стримувальну політику на стимулювальну з радикальною зміною у напрямках використання інструментів монетарної політики.

Важливим є питання вибору режиму грошово-кредитної політики, під яким визначають сукупність взаємопов'язаних заходів центрального банку з досягнення значення номінального показника (або встановлення граничних меж відхилень від його значення), який виступає як проміжна мета такої політики. Категорію "монетарний режим" вперше використав англійський економіст А. Лейонгуфвуд. За його визначенням, монетарний режим – це "по-перше, система очікувань, яка обумовлює поведінку суспільства, а по-друге, послідовний характер поведінки монетарної влади, яка підтримує ці очікування" [225, с. 135]. У цьому випадку монетарний режим можна визначити, як систему інституцій і механізмів, які покликані забезпечити досягнення монетарних цілей шляхом генерації очікувань суспільства стосовно дій суб'єктів монетарної влади і останніх стосовно реакції суспільства на їхні дії [161]. Отже, основою монетарного режиму є вплив на очікування суспільства.

У світовій практиці використовують чотири цільових режими монетарної політики [210, с. 6; 37]: монетарне таргетування, таргетування валютного курсу, інфляційне таргетування та монетарна політика без встановлення чіткого номінального якоря. Водночас, деякі науковці, крім того, виділяють ще й таргетування процентної ставки та таргетування ВВП. Наведемо коротку характеристику найбільш поширених режимів монетарної політики.

Режим монетарного таргетування передбачає проголошення цільового орієнтира грошових агрегатів або визначення верхніх та нижніх меж динаміки грошової пропозиції. Цей режим базується на кількісній теорії грошей, згідно з якою існує пряма залежність між кількістю грошей та рівнем інфляції [84, с. 224]. Однак, на практиці такий зв'язок не завжди є стійким та прогнозованим.

Перевагами запровадження зазначеного режиму є те, що номінальну грошову масу легше контролювати, ніж саму інфляцію; інформація центрального банку про досягнення проміжних цілей щодо змін грошових агрегатів опрацьовується доволі швидко; жорсткий контроль грошової маси частіше за все не сумісний із зростанням державного боргу [104, с. 42]. До недоліків даного режиму слід віднести, насамперед, забезпечення стабільності грошового мультиплікатора та швидкості обертання грошей, оскільки, в іншому випадку, коливання обсягів грошових агрегатів не зможуть виступити як номінальний якір. Також слід враховувати, що попит на гроші значно змінюється під впливом циклічних коливань, що зменшує ефективність монетарного таргетування. Монетарне таргетування стало якісно новим етапом у комунікації центральних банків та суспільства. Отже, успіх монетарного таргетування як режиму монетарної політики визначався не жорсткістю монетарного правила, а тим, що воно стало устроєм для комунікації з громадськістю та іншими провідниками економічної політики [186].

Режим таргетування валютного (обмінного) курсу передбачає встановлення фіксованого курсу національної валюти до валюти країни з низьким рівнем інфляції або встановлення меж, в рамках яких обмінний курс національної валюти може коливатися. Інакше кажучи, таргетування обмінного курсу передбачає підтримання стабільності публічно оголошеного обмінного курсу щодо певної резервної валюти або кошика валют [142]. У монетарній влади з'являється можливість викликати довіру до себе завдяки доступності оперативної інформації про виконання нею своїх зобов'язань, оскільки валютний курс, по суті, є найбільш очевидним та легко контрольованим з боку громадськості зобов'язанням монетарної влади [37].

До його переваг можна віднести те, що об'єкт регулювання є більш прозорим та зрозумілим для населення, що більшою мірою впливає на його інфляційні очікування та, водночас, менше залежить від інституційних та структурних зрушень в економіці, хоча валютний курс значно впливає на структурні зміни економіки шляхом співвідношення експорту та імпорту [204;

248]. Недоліки режиму таргетування обмінного курсу є такі: зменшення можливостей влади контролювати внутрішню грошову політику; зростання активності валютних спекулянтів на національному ринку.

До монетарного режиму таргетування інфляції прикута пильна увага вітчизняних та зарубіжних вчених [38; 48; 55; 60; 83; 92; 104; 117; 145; 181; 215; 216; 222; 229; 231; 249; 253]. Таргетування інфляції, на відміну від попередніх режимів, передбачає публічне оголошення планових рівнів інфляції, закріплення законодавством пріоритетності цих цілей для центрального банку і встановлення відповідальності за їх виконання. Якщо прогноз інфляції відрізняється від планових рівнів інфляції при таргетуванні, регулятор повинен застосувати відповідні інструменти для вирівнювання ситуації. Отож, проміжним орієнтиром грошової політики є прогноз інфляції, завдяки чому її таргетування вважають довгостроковою стратегією грошової політики: інструменти грошово-кредитної політики (зміна відсоткових ставок) використовуються не у відповідь на актуальний показник інфляції, а на її показник через 12—18 місяців [254, с. 57].

Таргетування інфляції має наступні переваги: забезпечення чіткої та зрозумілої цілі для всього суспільства, який можуть використовувати всі економічні агенти під час укладення контрактів; збільшення прозорості монетарної політики, полегшення контролю над нею з боку населення, що зумовлює посилення відповідальності монетарної влади; врахування часових лагів грошової політики; збереження в умовах нестабільності функції попиту на гроші стабільнішого взаємозв'язку між інфляцією і короткостроковими процентними ставками порівняно із взаємозв'язком між грошовими агрегатами й короткостроковими процентними ставками; посилення довіри до грошово-кредитної політики влади порівняно зі стратегією монетарного таргетування, у випадку застосування якого трапляються часті зміни грошової маси; гнучкість реагування на шоки пропозиції [229].

Водночас, при реалізації зазначеного режиму можуть виникати такі складнощі: у випадку економічних потрясінь немонетарні чинники значно

впливають на рівень інфляції і центральний банк вже не в змозі їм протидіяти монетарними інструментами; зосередження на низькому рівні інфляції знижує економічне зростання та рівень зайнятості; існування проблеми вибору показника інфляції, який буде обрано як цільовий орієнтир [253]. За даними МВФ, у 2018 році таргетування інфляції застосовували 41 країна, причому відсоток країн, що застосовували режим таргетування інфляції зріс з 16,4% у 2010 році до 21,4% у 2018 [197, с. 10-11].

Монетарна політика без очевидного номінального якоря передбачає відмову влади у сфері грошово-кредитної політики від прийняття будь-яких зобов'язань із досягнення конкретних значень номінальних показників: обмінного курсу, показника інфляції, темпів зростання грошових агрегатів [135, с. 50]. До переваг режиму належить можливість оперативного реагування у разі наявності викликів, не прив'язуючись до певного — номінального якоря. Щодо недоліків даного режиму, то до них відносять: непрозорість дій влади щодо грошової політики; грошово-кредитна політика стає все більш залежною від рівня професіоналізму та політичних поглядів осіб, які очолюють центральний банк [229].

Незважаючи на загалом успішне впровадження режиму таргетування інфляції для більшості країн, лунають заклики до переходу до режиму таргетування номінального ВВП [211; 214; 215; 218; 249, 251, 252; 259]. Сутність таргетування номінального ВВП полягає у тому, що центральний банк встановлює цільовий орієнтир зростання номінального ВВП. Номінальний ВВП — це ринкова вартість усіх кінцевих товарів і послуг вироблених в країні протягом одного року, виражена у поточних ринкових цінах. Також зустрічається назва таргетування номінального доходу [218].

Таким чином від правильного вибору монетарного режиму залежить стабільність національної грошової одиниці. Однак її забезпечення відбувається за рахунок використання спеціальних інструментів монетарної політики, які будуть нами детально розглянуті у наступному підрозділі даного дисертаційного дослідження.

1.2. Стабільність грошової одиниці: сутність та фактори впливу

Забезпечення стабільності національної грошової одиниці є важливою метою економічної політики держави, адже стабільна грошова одиниця виступає першоосновою стабільності попиту та темпів економічного зростання, а з іншого боку – сприяє підвищенню життєвого рівня громадян. Проблема забезпечення стабільності національної валюти в будь-якій економіці є ключовою в процесі здійснення макроекономічної політики, адже нестабільність грошей викликає чимало негативних ефектів, пов'язаних зі зростанням цін, а також (і це головне) – невизначеність в процесі прийняття рішень економічних агентів.

У даному підрозділі дисертаційного дослідження необхідно, перш за все, визначитися зі змістом поняття стабільності грошової одиниці, оскільки у навчальній, науковій та довідковій літературі цьому питанню приділена незначна увага.

Перш за все, кожне поняття розглядається в контексті певної проблеми, без якої воно не має змісту. Для більшості центральних банків будь-якої країни світу існує проблема вибору оптимального рівня стабільності грошової одиниці, що обумовлено такими обставинами. По-перше, підтримка стабільного обмінного курсу за допомогою інтервенцій на валютному ринку впливає на пропозицію грошей і дестабілізує рівень цін, що свідчить про необхідність нівелювання суперечностей між стабільністю обмінного курсу і внутрішнім рівнем цін. По-друге, у зв'язку із динамічністю грошової одиниці виникає потреба у визначенні її міри, що пов'язано із проблемою вибору через вплив зміни кількості грошей та цінових параметрів грошового ринку на реальні економічні величини в коротко- і середньостроковому періодах. В економічній науці дослідження зазначеної проблематики активно розпочалися у період Великої депресії. Зокрема, Дж. М. Кейнс довів, що вплив зміни кількості грошей на інфляцію та обсяг виробництва залежить від фази економічного циклу та ступеня завантаженості економічних потужностей [40].

Крім того, більшість понять є складними, містять у собі різні компоненти і можуть розглядатися у різних аспектах. Поняття стабільності грошової одиниці складним є тому, що воно стосується грошово-кредитних відносин, які, своєю чергою, охоплюють всі сектори національної економіки та фінансової системи, а також виходять поза її межі. Адже зміна фінансового стану будь-якого з інституційних секторів економіки чи компонентів фінансової системи спричиняє вплив на стабільність грошової одиниці та стабільність економіки загалом.

Загалом під стабільністю слід розуміти здатність системи до подальшого функціонування, зберігаючи при цьому структуру незмінною. Стабільність системи з позицій загальнометодологічного підходу до аналізу системних характеристик проявляється тоді, коли система (наприклад грошова) повністю виконує покладені на неї функції, не зважаючи на несприятливі економічні умови та кризові ситуації, а також відтворює свою роль в економіці (інакше виникає потреба у здійсненні грошової реформи). Відповідно, стабільна система повинна демонструвати зростаючі можливості у виконанні покладених на неї функцій за зміни внутрішніх і зовнішніх чинників її розвитку.

На думку Чаркашиної К.Ф., забезпечення стабільної національної грошової одиниці є одним з головних чинників досягнення стратегічних цілей соціально-економічного розвитку країни, оскільки стабільність гривні виступає першоосновою економічного зростання, а також сприяє підвищенню добробуту населення країни [176].

Відомий український вчений А. Гриценко розглядає під стабільністю грошової одиниці відносну незмінність вартості, що представляє грошова одиниця в обігу і яка виражається у купівельній спроможності грошей [36].

Аналогічну думку висловлює Гудзовата О.О., вважаючи стабільність грошової одиниці є однією з важливих кінцевих цілей грошово-кредитної політики, яку можна розглядати як відносну незмінність вартості. При цьому, автор розглядає стабільність грошової одиниці як відносно динамічну величину, в межах якої виокремлює внутрішню (інфляція) і зовнішню

(обмінний курс валюти) складові, оскільки. Ця відмінність відіграє важливу роль у країнах з відкритою економікою і високим рівнем присутності іноземного капіталу (доларизації національної економіки) [46, с. 65]. Подібна думка висловлюється вченими в науковій літературі [166, с. 647; 167; 180].

На думку Бабійчук Т.П., стабільність грошової одиниці включає внутрішню і зовнішню стабільність, яка відображається у динаміці інфляції та обмінного курсу [6; 75]. Ця думка також знаходить відображення у колективній монографії «Валютно-курсова політика України» за редакцією професора Крупки М.І., «із внесеними змінами до Закону України “Про Національний банк України” НБУ фактично перейшов від основної цілі – забезпечення зовнішньої стабільності гривні (регулювання динаміки обмінного курсу), до її внутрішньої стабільності (підтримання низького та стабільного рівня інфляції)» [27, с. 185]. Отже, автори зазначеної вище монографії також розрізняють внутрішню і зовнішню стабільність грошової одиниці.

На думку інших науковців, стабільність грошової одиниці включає також стабільність цін на кредитні ресурси [179].

Доволі часто у науковій літературі спостерігається підміна поняття «стабільність грошової одиниці» іншими поняттями, наприклад «цінова стабільність» та «курсова стабільність».

Як справедливо зазначає Носов О., у проблемі забезпечення стабільності грошової одиниці важливим є розмежування понять, які за своєю суттю є різними, але в реаліях української економіки вживаються як синоніми. Традиційно стабільність української гривні ототожнюється з курсовою стабільністю. Натомість, у сучасних ринкових економіках стабільність грошової одиниці переважно інтерпретується через цінову стабільність. У багатьох випадках цінова стабільність знаходиться в тісному кореляційному зв'язку з курсовою стабільністю, але між ними є розходження, обумовлені рівнем розвитку національної економіки та масштабами інтеграції у світові економічні процеси [132].

На думку Белінської Я., тривалий час НБУ використовував так зване розширене таргетування стабільності національної грошової одиниці – підтримання стабільних темпів інфляції та обмінного курсу. Проте між цілями цінової та курсової стабільності постійно виникали суперечності через загально відому «тріаду цілей монетарної політики»: у відкритій економіці з вільним рухом капіталів неможливо одночасно забезпечити стабільність обмінного курсу та цін [10].

Також подібні розбіжності мають місце у законодавчих і нормативно-правових документах. Так, відповідно до Конституції України, основною функцією Національного банку України є забезпечення стабільності грошової одиниці [85]. Як зазначено у статті 6 Закону України «Про Національний банк України», Національний банк має виходити із пріоритетності досягнення та підтримки цінової стабільності в державі, виконуючи свою функцію забезпечення стабільності гривні [65].

Однак визначення основної мети центрального банку як забезпечення стабільності національної грошової одиниці доволі часто трактується дуже спрощено. Під стабільністю національної валюти розуміють необхідність підтримки на постійному рівні показників, що характеризують ціну сучасних грошей, до яких належать три параметри: купівельна спроможність грошової одиниці, валютний курс і процентна ставка.

Ми вважаємо, що такий підхід не відображає теоретичні засади сучасної ринкової економіки, в якій ціни, в тому числі і ціна грошей, визначаються попитом і пропозицією. Тому більшість науковців ведуть мову не просто про незмінність ціни грошей, а про їх відносну стабільність, допускаючи не тільки можливість, а й необхідність таких коливань як фактора формування ринкової кон'юнктури. Наприклад, Мороз А., Науменкова С., Романовський М. та Савлук М. під стабільністю (стійкістю) грошової системи розуміють відносно сталу вартість грошової одиниці. На їхню думку, грошова система повинна мати певну еластичність, тобто можливість розширюватися або звужуватися відповідно до потреб обороту в грошах [52, с. 35; 170, с. 36-37].

Аналогічної точки зору дотримуються і зарубіжні вчені. Так, М. Ротбард і Г. Хюльсман вважають, що на вільному ринку ціна грошей неминуче буде постійно коливатися, а будь-яка штучна стабілізація лише викривить і деформує функції ринку [154, с. 88-92]. На думку Л. фон Мізеса, основна проблема, пов'язана з досягненням розуміння стабільності грошей, полягає саме в концепції купівельної спроможності. Пропоновані методи оцінки змін на основі купівельної спроможності грошової одиниці, на його думку, базуються на підсвідомому «образі вічного і незмінного фантома», який за допомогою незмінного еталону визначає кількість задоволення, що надається йому грошовою одиницею. Критикуючи пропозицію І. Фішера щодо використання «споживчого кошика» для визначення динаміки по споживчих цінах, Л. фон Мізес стверджував про односторонність такого підходу. Зміна цінних співвідношень, на його думку, стосується не тільки окремих товарів або послуг, а є сутністю всієї сукупності грошових відносин, тобто відбиває динаміку ціни грошей і по відношенню до іноземних валют, і до ціни грошей як капіталу. Цінові зміни можна вважати відображенням купівельної спроможності грошей тільки тоді, коли люди завжди однаково оцінюють одні і ті ж речі. Однак оскільки існує людська діяльність, то стабільності бути не може, а є лише процес безперервних змін [106, с. 208-211].

На думку Міщенко С.В., під стабільністю ціни сучасних грошей слід розуміти не одноразово встановлений рівень купівельної спроможності, валютного курсу або рівня відсотка, а певну систему забезпечення умов для виконання грошима своїх функцій і загальну економічну стабільність, з точки зору умов безперервності і стійкості функціонування грошового обороту. Така система заходів може бути розроблена завдяки державному регулюванню певних напрямків діяльності шляхом реалізації відповідної політики з боку центрального банку і уряду [109, с. 66].

Узагальнимо наведені вище погляди науковців на предмет визначення поняття «стабільність грошової одиниці».

Цілком очевидно, що стабільність грошової одиниці є відносною

(динамічною) величиною, адже абсолютної стабільності не існує.

На рисунку 1.3 зображено графічну інтерпретацію поняття «стабільність грошової одиниці». Зона оцінок стабільності «А» і зона оцінок нестабільності «В» розділені граничною смугою «Б», яка характеризує помірний стан між стабільністю і, відповідно, нестабільністю грошової одиниці.

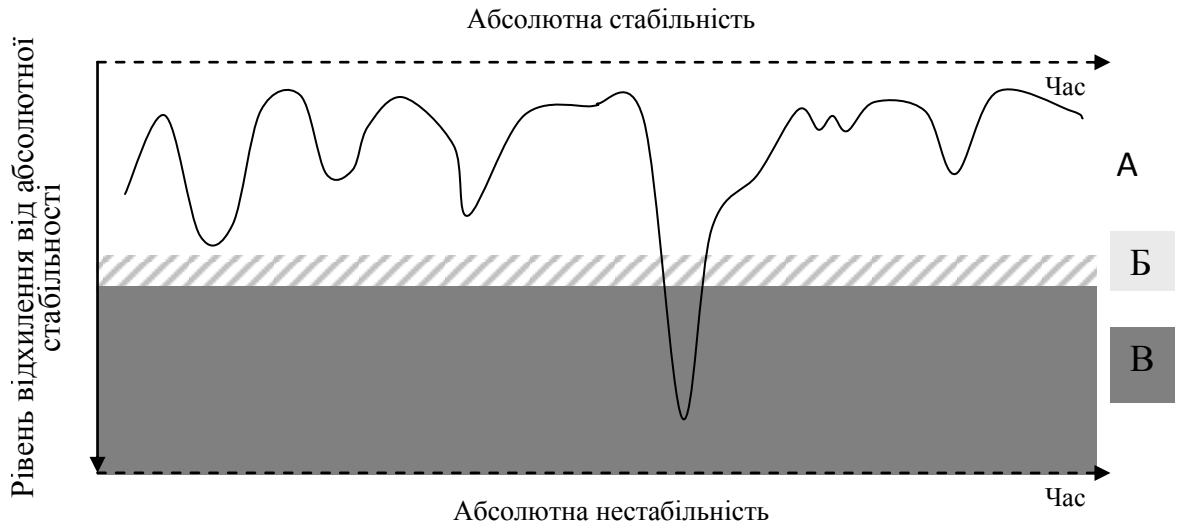


Рис. 1.3. Графічна інтерпретація поняття «стабільність грошової одиниці»

Джерело: складено автором

Оцінка стабільності на рівні граничної лінії іноді трактується як стан, «близький до стабільності», однак стабільністю грошової одиниці, на нашу думку, не є. Чим менший рівень стабільності грошової одиниці, тим нижче графік відхиляється вниз від межі абсолютної стабільності. Вичерпання так званого «запасу міцності» грошової одиниці приводить її у проміжний стан така званої «крихкості», за якого грошова одиниця нестійка до будь-яких внутрішніх чи зовнішніх змін. Таким чином поняття стабільності грошової одиниці має відношення не до єдиного стану грошово-кредитної сфери чи економіки, яке характеризує стабільність грошової одиниці (точки стабільності), а до множини тих станів, через які грошова одиниця може проходити в процесі свого розвитку. З урахуванням часової неперервності даного поняття може аналізуватися як коротко – так і довгостроковий аспект стабільності грошової одиниці.

Слід зауважити, що в запропонованому методологічному підході

стабільність не є прямою протилежністю нестабільності грошової одиниці, оскільки може містити в собі нестабільність окремих елементів грошової системи. Навіть при перебуванні грошової одиниці в зоні стабільності окремі складові грошової системи можуть містити в собі потенційну загрозу нестабільності в силу ризиків і волатильності, які характерні для них.

Таким чином стабільність грошової одиниці слід розглядати з позицій відносної незмінності вартості грошової одиниці та купівельної спроможності грошей як на внутрішньому, так і на зовнішньому ринках. Інакше кажучи, стабільність національної грошової одиниці передбачає цінову стабільність всередині країни та стабільність валютного курсу для підтримки купівельної спроможності національної грошової одиниці на зовнішньому ринку.

З огляду на те, що за гроші можна купити товари і послуги, іноземну валюту, взяти гроші в кредит, можна виділити такі складові стабільності грошової одиниці, характеристику яких наведемо нижче:

1. Стабільність цін на товари і послуги.
2. Стабільність цін на кредитні ресурси.
3. Стабільність обмінного курсу національної валюти.

Стабільність цін на товари і послуги (цінова стабільність) – це такий рівень інфляції, який забезпечує прогнозні темпи економічного зростання, підвищення реальних доходів населення і є скоординованим з динамікою валового внутрішнього продукту і обмінним курсом національної грошової одиниці. Вона передбачає збереження купівельної спроможності національної валюти шляхом підтримання у середньостроковій перспективі (від 3 до 5 років) низьких, стабільних темпів інфляції, що вимірюються індексом споживчих цін. Цінова стабільність не передбачає незмінних цін, вона означає помірне їх зростання [190].

Стабільність цін є однією з основних макроекономічних цілей, яка полягає у тому, що рівень інфляції є настільки незначним, що не чинить впливу на прийняття економічних рішень. Значною мірою стабільність цін пов'язана з рівністю реальних та номінальних цінових значень. Номінальні значення

вартості грошей включають їх поточну оцінку і, таким чином, інфляцію. Реальні цінові значення враховують інфляційний вплив і дають можливість “очищати” номінальні значення від впливу зростання цін [132].

Цінова стабільність є основою стабільності національної грошової одиниці, тому важливе значення мають показники її оцінки. Усі країни прагнуть забезпечити цінову стабільність, через те, що ціни — це свого роду індикатор, за допомогою якого судять про стан національної економіки. Високі темпи інфляції вказують на імовірність «перегрівання» економіки, а дефляція — може свідчити про нестачу сукупних видатків. Економічна поведінка і підприємств, і споживачів значною мірою залежить від динаміки цін; швидке їх зростання призводить до економічного безладдя, а інколи й хаосу. За такої ситуації фірми та споживачі втрачають орієнтири раціональної поведінки, а ефективність функціонування економіки знижується [139, с. 66].

Разом з тим цінова стабільність і стабільність грошової одиниці є необхідними, але недостатніми умовами для підтримки одна одної, тому на практиці кожне з цих понять вимагає проведення комплексу заходів економічної політики з їх забезпечення. Цінова стабільність зазвичай вимірюється індексом споживчих цін. На відміну від цінової, стабільність грошової одиниці повинна вимірюватись іншим чином, причому єдиного загальноприйнятого методичного підходу до її виміру та оцінювання не існує.

Стабільність цін на кредитні ресурси (кредитна стабільність) — це незмінність процентної ставки за кредитами або така її динаміка, яка корелюється з рівнем інфляції, обмінним курсом та обліковою ставкою центрального банку.

Стабільність обмінного курсу національної грошової одиниці (валютна стабільність) — це його незмінність або така динаміка, яка скоригована з рівнем внутрішньої інфляції і забезпечує рівновагу платіжного балансу [180].

Стабільність національної валюти сьогодні пов’язана із її конвертованістю, адже курс національної грошової одиниці — це не просто якийсь специфічний індикатор, а механізм впливу на економіку. Сучасний соціально-економічний

розвиток держав світу зумовлений здійснюваною валютною політикою, яка пов'язує економіку країни із світогосподарським комплексом. Валютна стабільність – це динаміка курсу національної валюти, що забезпечує рівновагу платіжного балансу.

Таким чином стабільна грошова одиниця виконує покладені на неї функції у повному обсязі і з максимальною ефективністю. Однак економіка кожної країни світу в дійсності перебуває в стані відхилення від даного еталона, нижньою межею якого є стан абсолютної нестабільності. При цьому, стабільність не означає відсутність інфляції, оскільки в сучасних умовах це практично неможливо, а за стабільної грошової одиниці темп інфляції є невисоким, стабільним та легко прогнозованим.

Підводячи підсумки аналізу наведених визначень стабільності грошової одиниці, сформулюємо наступні характеристики даного поняття, які розкривають його зміст: системний характер (вона виникає як синергетичний результат унаслідок забезпечення цінової, кредитної та валютної стабільності, що знаходить своє вираження у двох формах – внутрішній та зовнішній); множинність можливих станів (стабільність грошової одиниці – не єдиний зафіксований стан, а діапазон можливих значень, кожному з яких характерний певний «запас міцності» грошової одиниці); відносний характер (оскільки завжди існує теоретична ймовірність настання дестабілізацій навіть у найбільш стійких грошових системах); динамічний аспект (при наявності стабільності у поточний період часу t_1 існуючі ризики визначені і оцінені належним чином. Правильна оцінка ризиків, які можуть проявити себе у майбутньому, дає змогу забезпечити стабільність грошової одиниці в періодах t_2 і t_3 і т.д., якщо не виникають неочікувані та/або суттєві негативні макроекономічні чи фінансові шоки); базування на довірі до грошової одиниці (без довіри до грошової одиниці вона не може бути стабільною); здатність грошової одиниці повністю виконувати покладені на неї функції (максимально ефективно виконання грошовою одиницею функцій засобу обміну, нагромадження та міри вартості, внаслідок стабільності її купівельної спроможності). Врахування зазначених

вище ознак дає змогу сформулювати власне визначення стабільності грошової одиниці таким чином: стабільність грошової одиниці – це динамічний стан купівельної спроможності грошової одиниці на зовнішніх і внутрішньому ринку, що дає змогу забезпечити відносну незмінність її вартості, високий рівень довіри та ефективне виконання покладених на неї функцій за зміни макроекономічних умов і чинників розвитку грошової системи.

Ключовим напрямком забезпечення стабільності функціонування грошово-кредитного ринку більшість вчених вважають монетарну політику, приділяючи основну увагу питанням. Саме грошово-кредитна політика відіграє ключову роль у забезпеченні стабільності національної валюти відіграє управління грошовими агрегатами, її успішність багато в чому залежить від проголошення центральним банком чітких і зрозумілих цілей обраної монетарної політики і від їх ретельного дотримання.

Вивчення світового досвіду і проведений аналіз дозволили визначити, що основними причинами порушення стабільності грошової одиниці можуть бути: неконтрольована грошова емісія центрального банку в результаті розбалансування економіки і її потреб в грошовій масі; низький рівень довіри до банківської системи; незбалансована боргова політика держави, значний обсяг залучення зовнішніх запозичень в іноземній валюті, високий рівень доларизації економіки, окремих товарних ринків і «тіньового» сектора; непродумана валютно-курсова політика, відсутність інструментів хеджування валютних ризиків, неконтрольований рух капіталів в результаті лібералізації фінансових ринків і ін. Це призводить до таких негативних наслідків, як:

- спотворена структура цін і неефективний розподіл фінансових ресурсів в економіці;

- зростання нестабільності як рівня цін, так і рівня інфляції і в кінцевому підсумку – обмеження кредитної діяльності, перш за все довгострокового кредитування (тобто інвестицій в реальний сектор економіки) та зростання трансакційних витрат;

- неврівноваженість цін (процентних ставок) на кредитні ресурси і невизначеність щодо зміни цін на ресурси в майбутньому призводять до фінансових труднощів і кредиторів, і дебіторів і, як наслідок, - до зниження рівня заощаджень та інвестицій і, відповідно, темпів економічного зростання;

- порушення у бухгалтерському обліку, фінансових контрактах, податковій системі і в реальних цінах на активи;

- збільшення обсягів перетікання ресурсів з виробничої сфери в сферу фінансових послуг з метою хеджування проти можливих ризиків, зокрема ризику інфляції;

- часткова втрата національною грошовою одиницею купівельної спроможності і здатності виконувати функції грошей (міра вартості, засіб обміну і заощадження).

З огляду на причини і наслідки порушення стабільності грошової одиниці, а також цілі та практику реалізації грошово-кредитної політики центральних банків, можна виокремити такі індикатори оцінки стабільності національної грошової одиниці (виражені у відсотках): узагальнюючий показник стабільності/нестабільності грошової одиниці; індекс споживчих цін; індекс цін виробників; базова інфляція споживчих цін; дефлятор ВВП; рівень монетизації ВВП; відношення зовнішнього боргу до ВВП; відношення сальдо поточного рахунку платіжного балансу до ВВП; рівень фінансової доларизації, який визначається як відношення кредитів в іноземній валюті до монетарного агрегату M_3 ; темпи вилучення депозитів з банківської системи та ін.

Практичне використання наведених вище індикаторів дасть змогу чітко охарактеризувати сфери їх впливу на основні параметри стабільності грошової одиниці, визначити потенційні джерела і причини її порушення, що впливають з порушення (недотримання) порогових значень, а також компетенцію державних органів влади щодо забезпечення відповідних напрямків реалізації грошово-кредитної і економічної політики. У наступному розділі даного дисертаційного дослідження буде проведено аналіз зазначених вище індикаторів.

Важливе значення має визначення та оцінка факторів впливу на стабільність грошової одиниці, яка, як вже було нами зазначено, передбачає цінову стабільність всередині країни та стабільність валютного курсу для підтримки купівельної спроможності національної грошової одиниці на зовнішньому ринку. Виходячи з цього, нами виокремлено базові, регулюючі, кризові, а також психологічні та очікувальні фактори (рис. 1.4).

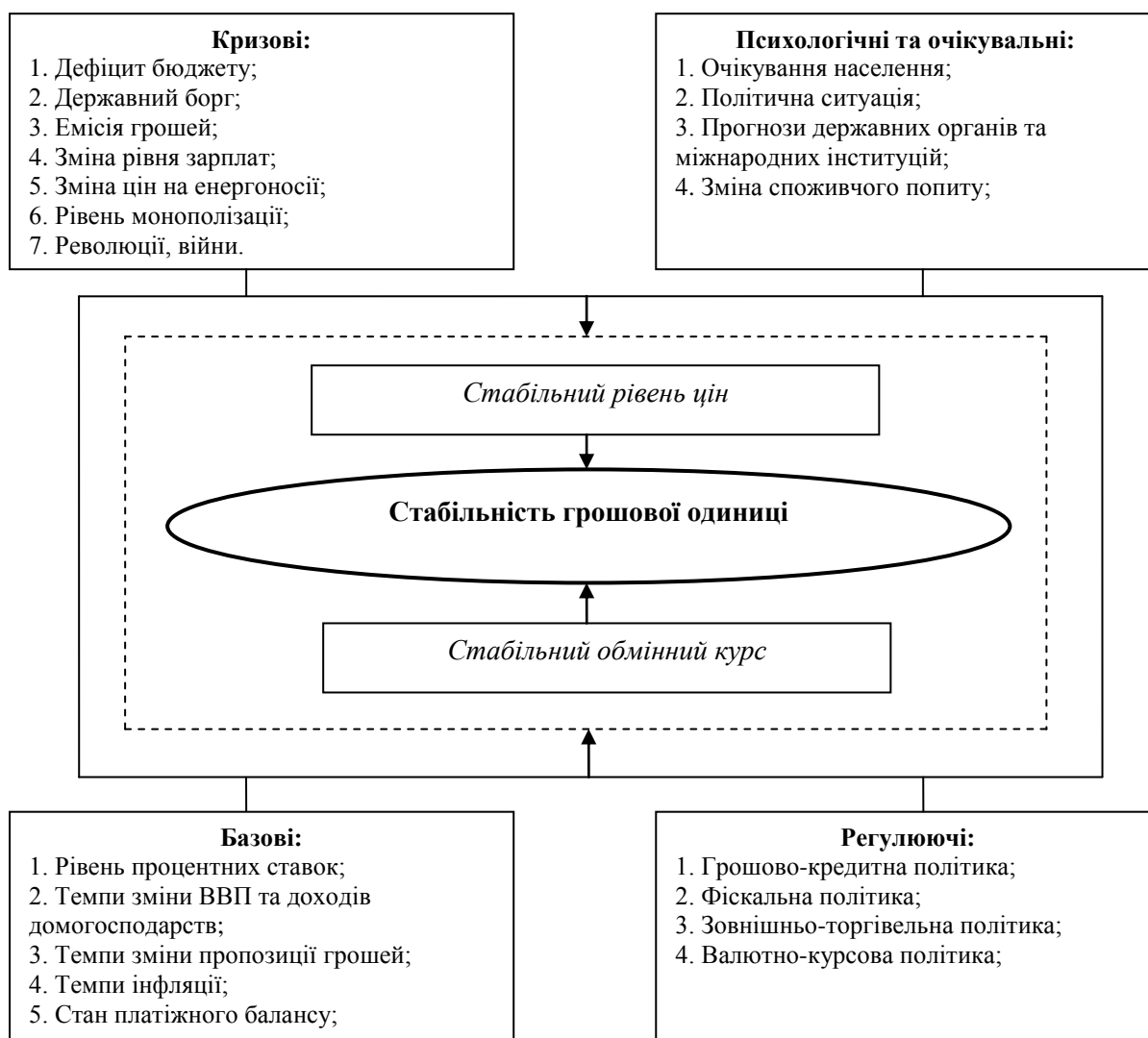


Рис. 1.4. Фактори стабільності грошової одиниці

Джерело: розробка автора

До базових факторів відносимо: рівень процентних ставок; темпи зміни ВВП та доходів домогосподарств; внутрішня і зовнішня пропозиція грошей; темпи інфляції; стан платіжного балансу; діяльність валютних ринків і валютні спекуляції; інші фактори.

Рівень процентних ставок за різними фінансовими інструментами (кредитами, депозитами, ОВДП, ОЗДП, та ін.) суттєво впливає і на рівень цін, і на валютний курс. Скорочення пропозиції грошей, що супроводжується підвищенням процентної ставки та зниженням інвестиційних видатків, призводить до зниження темпів інфляції. Вищі процентні ставки, натомість, стимулюють інвесторів до купівлі національних цінних паперів. Таким чином, з'являються імпульси до ревальвації національної валюти. Відповідно до концепції паритету процентних ставок, динаміка обмінного курсу пропорційна до різниці між процентними ставками у різних країнах [220].

Темпи зростання ВВП та доходів домогосподарств є іншим важливим чинником стабільності національної грошової одиниці. При високих темпах зростання ВВП та доходів домогосподарств, темпи інфляції можуть зрости, внаслідок зростання сукупного попиту. Водночас, вищі темпи зростання цих показників створюють імпульси до ревальвації національної валюти. Відповідно до концепції чистої конкуренції, підвищення темпів економічного зростання на 1 % призводить, за інших рівних умов, до зміцнення національної грошової одиниці також на 1 % [27, с. 54].

Темпи зростання пропозиції грошей є основним чинником, що визначає темп інфляції у довгостроковому періоді. Що вищі темпи зростання пропозиції грошей, то вищі темпи інфляції. Водночас, вищі темпи інфляції провокують девальвацію національної валюти. На думку К. Р. Макконнелла та С. Л. Брю: “Відносний рівень цін є визначником валютних курсів” [27, с. 55].

Стан платіжного балансу є одним з основних чинників, що впливають на стабільність національної грошової одиниці. Негативне сальдо платіжного балансу означає зменшення валютного резерву країни, оскільки більшість міжнародних розрахунків здійснюють у доларах США чи євро. Зменшення пропозиції іноземної валюти в певній країні веде до девальвації її національної валюти. Відповідно до теорії автоматичного саморегулювання платіжного балансу, розробленої Д. Юмом та Д. Рікардо, дефіцит платіжного балансу призводить до відпливу золота з країни та зниження обмінного курсу.

Девальвація національної грошової одиниці підвищить конкурентоспроможність товарів та послуг та стимулюватиме експорт, що призведе до вирівнювання платіжного балансу [79, с. 198].

Регулятивні фактори – це інструменти, що перебувають під контролем держави та застосовуються для регулювання темпів інфляції та курсу національної валюти. До них відносяться: грошово-кредитна політика; фіскальна політика; зовнішньо-торгівельна політика; валютно-курсова політика; розподіл валюти; валютні обмеження.

Грошово-кредитна політика здійснюється центральним банком та впливає як на темп інфляції, та і на валютний курс. За стимулювальної грошово-кредитної політики, пропозиція грошей знижується, що зменшує рівноважну процентну ставку та стимулює інвестиційний попит. В результаті, нижча процентна ставка призводить до зниження попиту на активи в національній валюті. Таким чином, національна валюта знецінюється по відношенню до інших валют.

Стимулювальна фіскальна політика призводить до зростання сукупних видатків, шляхом зниження податків чи збільшення державних видатків. Зростання сукупного попиту стимулює темпи економічного зростання та, одночасно, може призвести до вищих темпів інфляції. Вищий подушний дохід стимулює імпорт, що підвищує попит на іноземну валюту. Тому, стимулювальну фіскальну політику зазвичай пов'язують з погіршенням торговельного балансу, знеціненням курсу національної грошової одиниці та погіршенням кон'юнктури валютному ринку [184, с. 234].

Крім регулюючих та базових, виділяють також кризові фактори, або фактори, що, зазвичай, призводять до швидкого зростання цін та знецінення національної грошової одиниці. До кризових можна віднести наступні фактори: надмірний дефіцит бюджету; державний борг; емісія грошей; швидке зростання зарплат; зростання цін на енергоносії; рівень монополізації; революції, війни.

Надмірний дефіцит бюджету супроводжується зростанням сукупних видатків та підвищенням темпів економічного зростання. Водночас, в умовах

повної зайнятості рівень цін може суттєво зрости, провокуючи знецінення національної грошової одиниці. Як справедливо зазначає С. Панчишин, «Якщо бюджет дефіцитний, то хоч би як його фінансувати, інфляції не уникнути. Але швидкість розвитку інфляції значною мірою залежить від того, як покривається дефіцит бюджету — за рахунок позики, грошової емісії чи підвищення податків» [139, с. 339]. У випадку фінансування дефіциту за рахунок емісії, інфляційна спіраль набирає обертів за рахунок інфляції попиту. Фінансування дефіциту за рахунок позики чи підвищення податкового навантаження призводить до слабших та відкладених у часі інфляційних імпульсів.

Державний борг та його вплив на стабільність національної грошової одиниці суттєво залежить від механізмів його фінансування. Зростання державного боргу часто супроводжується збільшенням пропозиції грошей та поглибленням інфляції. Зокрема, Д. Баркверо дослідив, що для країн, державний борг яких вже є значним, подальше збільшення державного боргу є інфляційним [202]. Крім того, Т. Сарджент і Н. Уоллес у статті “Неприємна грошова арифметика” вказують на те, що в довгостроковій перспективі обслуговування боргу призведе до вищих темпів інфляції, ніж фінансування дефіциту за рахунок емісійних кредитів центрального банку [94].

Емісія грошей супроводжується інфляцією попиту, що може вийти з-під контролю. Натомість, швидке зростання зарплат, супроводжується підвищенням сукупного попиту, та зростанням рівня цін. Вищий рівень цін змушує працівників вимагати вищої заробітної плати. Виникає спіраль «зарплата – ціни», коли підвищення зарплат веде до зростання цін, яке провокує подальше зростання зарплат.

Зростання цін на енергоносії викликає інфляцію витрат, що супроводжується падінням обсягу національного виробництва. Виникає поєднання інфляції з стагнацією, явище відоме як стагфляція. Поки що, дієвих методів боротьби з інфляцією пропозиції немає. Рівень монополізації є одним з факторів, що впливають на стабільність національної грошової одиниці. Що вищий рівень монополізації, то нижча ефективність функціонування економіки.

До того ж, монополісти схильні обмежувати пропозицію свого товару, для підтримки високого рівня цін, що стимулює інфляцію пропозиції.

У таблиці 1.3 відображено характер впливу найбільш пріоритетних чинників на стабільність грошової одиниці.

Таблиця 1. 3

Вплив окремих факторів на складові стабільності національної грошової одиниці

Фактор		Динаміка валютного курсу		Динаміка темпу інфляції	
		зміцнення	знецінення	пришвидшення	уповільнення
Економічний розвиток і економічне зростання держави	Зростання	+		+	
	Зниження		+		+
Рівень процентних ставок	Зростання	+		+	
	Зниження		+		+
Валютні спекуляції	Зростання		+	+	
	Зниження	+			+
Дефіцит платіжного балансу	Зростання		+	+	
	Зниження	+			+
Дефіцит державного бюджету	Зростання		+	+	
	Зниження	+			+
Рівень продуктивності праці	Зростання	+			
	Зниження		+		
Обсяг експорту країни	Зростання	+		+	
	Зниження		+		+
Рівень імпорту країни	Зростання		+	+	
	Зниження	+			+
Державний борг	Зростання		+	+	
	Зниження	+			+
Пропозиція грошей	Зростання		+	+	
	Зниження	+			+

Джерело: складено автором на основі [27, 139]

В умовах війн та революцій уряди часто проводять емісію для покриття військових видатків, що супроводжується стрімким зростанням цін та зниженням купівельної спроможності грошей. Водночас, погіршені очікування людей спричиняють багаторазове зростання попиту на іноземну валюту для захисту своїх активів. В таких умовах, національна грошова одиниця суттєво девальвує.

Психологічні та очікувальні фактори включають: очікування населення; політична ситуація; прогнози державних органів та міжнародних інституцій; швидке зростання попиту.

Важливе значення у сфері теорії грошей набуває питання визначення критеріїв стабільності грошової одиниці. На жаль у наукових джерелах зміст поняття «стабільність грошової одиниці» нерідко зводиться лише до стабільності її внутрішньої купівельної спроможності без урахування інших чинників впливу. Це пов'язано, перш за все з відсутністю чіткого визначення у законодавчих документах і нормативно-правових актах НБУ поняття стабільності грошової одиниці, а також критеріїв і показників її оцінки.

У той же час визначення зазначених критеріїв і показників дозволить виробити ефективні методи і інструменти грошово-кредитної політики, спрямовані на захист і забезпечення стабільності національної валюти, що, як відомо, є основною метою діяльності центральних банків.

Крім того, без вироблення розширеного переліку заходів щодо її забезпечення неможливим буде досягнення макроекономічної фінансової стабільності будь-якої країни. За результатами нашого дослідження сформулюємо низку таких критеріїв:

1. Наявність макроекономічних умов для дострокового безкризового розвитку.
2. Високий рівень довіри економічних агентів до національної грошової одиниці та інститутів національної грошової системи.
3. Достатній рівень монетизації ВВП.
4. Відсутність кризи неплатежів.
5. Стабільність чинного законодавства, що регламентує функціонування грошової системи.
6. Стабільність політичної ситуації.
7. Спрямованість на перехід суспільства інноваційної стадії розвитку, орієнтованої на розвиток людського потенціалу у його взаємодії із зовнішнім середовищем.
8. Еластичність грошової системи, яка проявляється в її реакції на перетворення потреб економічного обороту суспільства в грошових коштах

9. Стимування інфляції та забезпечення умов для стабільного економічного зростання і підвищення конкурентоспроможності національної економіки.

10. Проведення виваженої боргової політики, збалансування обсягів і структури внутрішніх і зовнішніх запозичень.

11. Збалансування поточного рахунку платіжного балансу.

12. Зниження рівня фінансової доларизації економіки, вдосконалення системи валютного регулювання, контролю і хеджування валютних ризиків.

Таким чином, підвищення стабільності національної грошової одиниці створює сприятливі умови для забезпечення економічного зростання і планомірного розвитку економіки, в той же час її порушення може призвести до катастрофічних наслідків. Тому у всіх країнах світу постійно проводиться аналіз і моніторинг стабільності грошової одиниці. За допомогою використання певних методів та інструментів, зокрема й грошово-кредитної політики, держава прагне досягати такого її стану і динаміки, які будуть прийнятними в інтересах економічного розвитку країни та сприятимуть ефективному досягненню поточних та перспективних економічних цілей держави.

1.3. Інструменти грошово-кредитної політики у забезпеченні стабільності національної грошової одиниці

Грошово-кредитна політика та механізм її реалізації в ринкових економіках постійно розвивається і адаптується до потреб розвитку національних економік. Незважаючи на те, яка мета грошово-кредитної політики розглядається центральним банком як стратегічна довгострокова цінова стабільність (монетаристський підхід), або ж підтримка високого рівня зайнятості, інвестицій та економічного зростання (неокейнсіанський підхід), досягненню поставленої мети сприяє застосування відповідного інструментарію.

Центральний банк володіє широким набором інструментів грошово-кредитного регулювання. Як справедливо зазначають професори Мороз А.М. та Савлук М.І.: «використання різних інструментів варіюється залежно від спрямованості економічної політики держави, ступеня відкритості її економіки, рівня розвитку грошового ринку, особливостей національної банківської системи, традицій та конкретних обставин» [174, с. 424].

Головнін М. зазначає, що інструменти грошово-кредитної політики є «засобами, за допомогою яких центральний банк цілеспрямовано впливає на грошову пропозицію в межах країни, тим самим збільшуючи або зменшуючи реальну ставку відсотку і через неї впливаючи на економічний розвиток». У цьому ж дослідженні вказано, що «до основних грошово-кредитних інструментів відносяться зміна нормативів обов'язкового резервування, регулювання процентної ставки та операції на відкритому ринку» [32, с. 27].

Відповідно до ст.25 Закону України «Про Національний банк України» основними економічними засобами та методами грошово-кредитної політики є регулювання обсягу грошової маси через: 1) визначення та регулювання норм обов'язкових резервів для комерційних банків; 2) процентну політику; 3) рефінансування комерційних банків; 4) управління золотовалютними резервами; 5) операції з цінними паперами (крім цінних паперів, що підтверджують корпоративні права), в т. ч. з казначейськими зобов'язаннями, на відкритому ринку; 6) регулювання імпорту та експорту капіталу; 7) емісію власних боргових зобов'язань і операції з ними.

В деяких дослідженнях зазначається, що до монетарних інструментів відносяться будь-які засоби, які дозволяють центральному банку впливати на величину грошової маси в країні [155, с. 177].

Під грошово-кредитними інструментами також розуміють сукупність регулятивних заходів, які перебувають у розпорядженні центрального банку, безпосередньо ним контролюються, а їх застосування впливає на цільові орієнтири монетарної політики. Особливістю цих інструментів є те, що завдяки

їх використанню центральний банк має можливість впливати на процеси, які відбуваються не лише у монетарній сфері, але і в реальному секторі.

Зокрема, як зазначає В. Стельмах, до «ключових ринкових інструментів, за допомогою яких забезпечується проведення центральними банками грошово-кредитної політики в тій чи іншій країні, належать операції на відкритому ринку, встановлення нормативів обов'язкового резервування для банків, процентна політика, здійснення операцій на валютному ринку та депозитні операції центрального банку» [121, с. 12].

Таким чином, підсумовуючи наведені вище погляди у науковій літературі, під інструментами грошово-кредитної політики автор розглядає сукупність економічних важелів, що перебувають у розпорядженні центрального банку та застосовуються ним для впливу на цільові орієнтири грошово-кредитної політики, зокрема на забезпечення стабільності національної грошової одиниці.

Між інструментами, які використовує центральний банк, та монетарними цілями існує як функціональний, так і реальний зовнішній, зокрема обернений зв'язок, що дозволяє передбачати вплив кожного інструмента грошово-кредитної політики на стабільність грошової одиниці у відповідний спосіб.

На даний момент у більшості розвинутих країн світу операціям на відкритому ринку як інструменту реалізації грошово-кредитної політики належить одна із ключових ролей в системі грошово-кредитного регулювання економіки. Даний інструмент передбачає купівлю-продаж центральним банком цінних паперів у банків (зазвичай мова йде про облігації державної позики), при цьому їх придбання збільшує ресурси останніх, підвищує ліквідність банківської системи, розширює її кредитні можливості та створює стимули для економічного зростання. Принаймні у коротко- та середньостроковій перспективі, з огляду на те, що здатність грошово-кредитної політики стимулювати реальне економічне зростання в довгостроковій перспективі є на даний момент одним з найбільш гострих дискусійних питань серед сучасних дослідників фінансової та банківської системи. І навпаки, продаючи ціні папери на відкритому ринку, центральний банк тим самим зменшує надлишкову

ліквідність у банківському секторі, звужуючи його кредитний потенціал та попереджаючи можливе розгортання інфляційних процесів, обумовлених саме наявністю зайвої грошової пропозиції в економіці.

Саме операції відкритого ринку виявились потужним важелем контролю за динамікою вартості позичкового капіталу та ресурсів ліквідності. Однак, у розрізі країн методологія побудови операцій відкритого ринку та їх призначення у системі монетарних інструментів істотно різняться. Так, операції на відкритому ринку розрізняються залежно від: умов угоди: купівля-продаж за готівку або купівля на термін з обов'язковим зворотним продажем – так звані зворотні операції (операції РЕПО); об'єкт угод: операції з державними чи приватними паперами; терміновості угоди: короткотермінові (до 3-х місяців), довготермінові (до 1-го року й довше) операції з цінними паперами; сфери проведення операцій: лише на банківському секторі ринку цінних паперів чи й на небанківському секторі ринку; способу встановлення ставок: що визначаються або центральним банком, або ринком [2, с. 132].

Окрім операцій на відкритому ринку, для вилучення зайвої грошової пропозиції центральний банк застосовує такий інструмент, як депозитні сертифікати. Їх розміщення дозволяє оперативно вилучати надлишкову банківську ліквідність на депозитні рахунки центрального банку, запобігаючи їх спекулятивному перетіканню на валютний ринок (за умови емісії надкороткострокових сертифікатів, терміном до 14-ти днів) або ж знижуючи можливий тиск надлишкової грошової пропозиції в країні на рівень інфляції (при розміщенні депозитних сертифікатів на більш тривалий термін до 1 року).

Серед інструментів монетарного регулювання у розвинутих країнах світу великою популярністю користується політика рефінансування, яку проводять центральні банки, виконуючи функцію кредитора останньої інстанції.

З розвитком ринкових відносин рефінансування центрального банку використовувалося в якості інструменту фінансової підтримки комерційних банків, оскільки звертатися за такими кредитами можуть банки, у яких виникли тимчасові труднощі із забезпеченням на належному рівні показників їхньої

ліквідності. Однак доступ до таких кредитів не є вільним, а можливість їх отримання визначається низкою чинників.

Майже усі банківські установи використовують можливість отримання коштів в порядку рефінансування у провідних розвинутих країнах. Рідше така політика застосовується у країнах, що розвиваються і здебільшого носить декларативний характер. Частково це зумовлюється тим фактором, що численні філії іноземних банків, які функціонують на території даних країн, отримують фінансування від материнських компаній, а національні комерційні банки володіють надлишковими резервами, які використовуються ними з ціллю згладжування впливу значних сезонних коливань.

Взагалі, останнім часом спостерігається зменшення ролі операцій рефінансування в системі монетарних інструментів. Таке явище пов'язується саме з підвищенням ефективності політики відкритого ринку, в результаті чого потреба в ліквідності комерційних банків, що задовольнялась через кредитування центральним банком комерційних, може ліквідуватись через вплив на надлишкові резерви банківської системи з допомогою політики відкритого ринку. Незважаючи на ускладнення інструментів грошового ринку та ринку капіталів, що підвищило роль політики відкритого ринку в процесі монетарного регулювання, рефінансування залишається суттєвим важелем впливу на вирівнювання потреб у ліквідності.

Особливої популярності у монетарній політиці центральних банків розвинутих країн набули облікові кредити – кредити, які центральний банк надає фінансово-кредитним установам шляхом купівлі у них векселів до закінчення терміну їх дії.

Також центральний банк з метою впливу на курс національної валюти по відношенню до іноземних валют здійснює валютні інтервенції шляхом купівлі-продажу валютних цінностей на валютних ринках і таким чином забезпечує управління золотовалютними резервами. Цей інструмент безпосередньо впливає на динаміку макроекономічних показників через купівлю чи продаж

державними органами іноземної валюти, встановлення режиму валютного курсу, ревальвації та девальвації тощо.

Облікова політика центрального банку — це інструмент грошово-кредитної політики, який є широко відомим і застосовується центральними банками практично всіх розвинених країн. Дія цього інструмента полягає в установленні і періодичній зміні центральним банком процентної ставки, за якою він здійснює рефінансування комерційних банків. Офіційна процентна ставка центрального банку часто називається обліковою, або дисконтною.

Облікова ставка центрального банку має особливий статус в економіці. Вона є ціною, за якою центральний банк емітує гроші в оборот у процесі первинної безготівкової (кредитної) емісії, що дає підстави вважати облікову ставку офіційною ціною грошей, на яку орієнтуються всі інші суб'єкти грошового ринку [174, с. 448].

Рівень облікової ставки центрального банку — це одна із головних умов рефінансування комерційних банків, тобто забезпечення їх додатковими резервами на кредитній основі. Змінюючи рівень облікової ставки, центральний банк впливає на пропозицію грошей. Якщо НБУ проводить політику стримування або скорочення маси грошей в обігу, він підвищує процентні ставки, що зменшує попит на кредитні гроші. Скорочення попиту призводить до скорочення пропозиції. Невикористані для кредитування гроші вкладаються в інші активи (цінні папери держави, місцевих органів влади) або осідають на депозитах комерційних банків у НБУ, як наслідок — відбувається зменшення грошей в обігу.

Мінімальні обов'язкові резерви як інструмент грошово-кредитної політики центрального банку застосовуються для глибокого впливу на сферу пропозиції грошей. Рівень обов'язкових резервів безпосередньо впливає на стан кредитної експансії чи рестрикції. Чим вище норма мінімальних резервних вимог, тим меншою є спроможність банківської системи розширювати обсяги кредитування, і навпаки, чим нижче норма резервування, тим більше банківська система має можливостей нарощувати резерви для фінансування інноваційних

заходів. Незважаючи на те, що останнім часом у банків у розвинутих країнах з'явилась можливість накопичувати пасиви, уникаючи розповсюдження на них вимог щодо обов'язкового резервування, мінімальні резервні вимоги залишаються дієвим заходом впливу центрального банку на пропозицію фінансових ресурсів.

Нормативи обов'язкового резервування є потужним інструментом впливу на грошовий ринок, які виконують дві функції. Так, вони як ліквідні резерви виступають забезпеченням зобов'язань комерційних банків по депозитах їхніх клієнтів. Періодичною зміною нормативів обов'язкового резервування центральний банк підтримує ступінь ліквідності комерційних банків на мінімально припустимому рівні залежно від економічної ситуації. По-друге, нормативи обов'язкового резервування є інструментом, який використовується для регулювання обсягу грошової маси в країні, за допомогою зміни якого, центральний банк коригує масштаби активних операцій банків [29].

Часто центральні банки використовують обмеження центральними банками окремих видів діяльності банків. Це інструмент грошово-кредитної політики перш за все стосується кредитної та інвестиційної банківської діяльності. Центральні банки країн з розвинутою ринковою економікою (США, Франції, Великобританії) неодноразово вводили обмеження стосовно надання банками окремих видів кредитів, у тому числі інвестиційних та на придбання цінних паперів. Наприклад, ФРС на деякий час отримала право регулювати обсяг кредитів, спрямованих на придбання акцій, з метою уникнення ажіотажу та кризових ситуацій на фондовому ринку. Згідно встановленим правилам покупець цінних паперів був зобов'язаний частково оплатити вартість цінних паперів за рахунок власних коштів (в межах встановленої маржі) і лише після цього він мав право отримати кредит для остаточних розрахунків за цінні папери [175, с. 509-510].

З метою регулювання кредитної діяльності центральні банки різних країн можуть застосовувати ще один монетарний інструмент – «кредитні стелі», які спрямовані на стримування надмірної кредитної експансії. Зміст цього

інструмента полягає у визначенні граничного обсягу кредитування та здійснення контролю за дотриманням банками встановлених нормативів. Зокрема такий інструмент використовується шляхом встановлення певного процентного співвідношення на річний обсяг кредитів або персонально для кожної банківської установи.

Використання прямих лімітів на обмеження темпів його приросту змушує банки тримати певну частину депозитів у вигляді непрацюючих резервів, що знижує можливості банків щодо кредитування. Щоб компенсувати витрати, пов'язані із виплатою процентів за депозитами фізичних та юридичних осіб, банки підвищують процентні ставки за кредитами, що іноді спричиняється до того, що рівень плати за кредитом є вищим рівня ефективності заходів, що кредитуються. При введенні «кредитних стель» або підвищенні їх рівня відбувається переорієнтація позичальників на неформальні фінансові ринки з метою задоволення своїх потреб в кредитних ресурсах та пошуку більш дешевих варіантів їх залучення. А це в свою чергу призводить до підвищення плати за ресурси на цих ринках. З іншої сторони, застосування даного методу приводить до жорстких обмежень у сфері руху капіталу. Якщо такі обмеження не будуть введені, то по мірі наближення до межі посилюватимуться процеси експорту банківських ресурсів за кордон шляхом кредитування іноземних позичальників або розміщення коштів на депозитах в іноземних банках, що негативно позначиться на фінансуванні інвестиційних та інноваційних заходів вітчизняних підприємств.

Окрім «кредитних стель» в системі грошово-кредитної політики у зарубіжних країнах використовують ще один інструмент – портфельні обмеження, які зобов'язують банківські установи вкладати частину сформованих ресурсів державні цінні папери.

Вагоме місце у системі монетарного регулювання економік країн, що розвиваються, посідає такий інструмент як селективна кредитна політика. Особливості застосування даного інструмента такі: визначення кількісних параметрів на кредити, які спрямовані на реалізацію інвестиційних та

інноваційних проектів, що реалізуються у пріоритетних галузях економіки; розповсюдження різноманітних пільг, спрямованих на стимулювання банків фінансувати проекти у пріоритетних сферах економіки; створення спеціальних фінансово-кредитних установ, які здійснюють кредитування інвестиційних та інноваційних проектів у цих сферах за пільговими процентними ставками. Застосування селективної кредитної політики в якості провідного інструмента грошово-кредитного регулювання в окремих зарубіжних країнах було зумовлено неспроможністю національних фінансових ринків забезпечити ефективний розподіл грошових коштів та соціально-економічний розвиток загалом [149, с. 67].

Незважаючи на позитивні результати застосування цього інструмента, які заключаються у переважанні інвестиційного характеру кредитних потоків, розвитку малого бізнесу, інноваційних процесів, експортоорієнтованих галузей промисловості, закладенні підвалин для розвитку ризикового (венчурного) фінансування, слід зазначити й негативні моменти, які стримували розвиток банківської системи та перешкоджали її нормальному функціонуванню. Зокрема, періодично виникає надлишковий попит на дешеві кредити, в результаті чого зростає обсяг грошової маси в обігу, попит на активи та іноземну валюту, що впливає на їх подорожчання. Дуже часто такі кредити набували характеру позик, що не погашалися. Крім того, за такими кредитами, як правило, встановлюються пільгові процентні ставки. Це викликає необхідність їх субсидування за рахунок бюджетних коштів, що спричиняє появу нових проблем у фінансово-кредитній системі держави.

З огляду на розмаїття інструментів грошово-кредитної політики та їх ґрунтовне висвітлення у науковій літературі, переваги і недоліки їх застосування наведено у додатку Б.

У численних дослідженнях представлені спроби систематизувати використовуваний центральними банками інструментарій грошово-кредитного регулювання.

Так, у роботі М. Савлука монетарні інструменти розподілено на групи: за об'єктами впливу (інструменти кредитної експансії та кредитної рестрикції), за формою впливу (адміністративні та ринкові), за характером впливу (якісні та кількісні) та за термінами впливу (короткострокові та довгострокові) [42, с. 315]. На думку Ю. Галушко, дана класифікація є не зовсім коректною. Зокрема інструменти, які реалізуються в рамках політики монетарної експансії чи монетарної рестрикції, скоріше слід класифікувати за характером впливу (стимулюючий або обмежувальний) [29, с. 28].

Адамик Б.П. [2, с. 114] поділяє інструменти грошово-кредитної політики за такими ознаками:

- за безпосередніми об'єктами впливу (пропозиція грошей і попит на гроші);
- за формою (прямі і опосередковані);
- за характером параметрів, встановлених в процесі регулювання (кількісні і якісні);
- за термінами впливу (короткострокові і довгострокові).

Деяку іншу думку висловлює Гудзовата О. [46, с. 77], яка класифікує інструменти грошово-кредитного регулювання за: формою впливу – адміністративні, ринкові, селективні; об'єктом впливу – кредитна експансія та кредитна рестрикція; терміном впливу – короткострокові, середньострокові, довгострокові; характером параметрів – кількісні та якісні.

Узагальнюючи наведені в економічній літературі підходи до класифікації інструментів грошово-кредитної політики, а також беручи до уваги відсутність їх чіткої систематизації, нами запропоновано власний підхід до класифікації зазначених вище інструментів за найбільш важливими ознаками, який дозволить чітко визначити їх місце і роль у процесах забезпечення стабільності національної грошової одиниці (табл. 1.4).

За об'єктом впливу виділимо жорсткі і м'які інструменти грошово-кредитної політики. Жорстка грошово-кредитна політика спрямована на фіксацію або підтримку стабільного обсягу грошової маси в економіці.

Натомість гнучка грошово-кредитна політика – політика центрального банку, за якої проміжною ціллю є фіксація або підтримка процентних ставок на певному рівні.

Таблиця 1.4

Класифікація інструментів грошово-кредитної політики

№ з/п	Класифікаційні ознаки	Види інструментів	Конкретизація інструментів
1.	Об'єкт впливу	Жорсткі (впливають на обсяги грошової маси)	Нормативи обов'язкового резервування, фіксований валютний курс, валютні обмеження, пряме регулювання процентних ставок, обмеження окремих видів діяльності банків
		Гнучкі (впливають на умови учасників та ціну ресурсів)	Облікова ставка, ставки за кредитами рефінансування (овернайт, репо), операції на відкритому ринку, операції своп, розміщення/погашення депозитних сертифікатів
2.	Спрямованість регулятивного впливу	Загальні	Норми обов'язкового резервування, облікова ставка
		Селективні	Селективна політика адресного рефінансування банків; встановлення кредитних і депозитних стель; обмеження по маржі за активними операціями; обмеження за обсягами і умовами здійснення банками окремих операцій.
3.	Частота застосування	Постійної дії	Кредитні лінії рефінансування, депозитні сертифікати овернайт, нормативи обов'язкового резервування, операції на відкритому ринку
		Оперативного впливу	Нестандартні антикризові заходи (тимчасові інструменти кількісного і кредитного пом'якшення та збільшення ліквідності) – стабілізаційні кредити, додаткові вимоги до капіталу, ліквідності, тощо
4.	Характер впливу	Адміністративні (прямі)	Встановлення «кредитних стель» для комерційних банків, мораторій на зняття депозитів, портфельні обмеження
		Ринкові (опосередковані)	Облікова ставка, норми обов'язкового резервування, операції на відкритому ринку, рефінансування, валютні свопи
5.	Тривалість впливу	Короткострокові	Кредити овернайт, депозитні сертифікати тривалістю до 14 днів
		Середньострокові	Операції репо, операції на відкритому ринку, валютні інтервенції та аукціони, обмеження ЦБ окремих видів діяльності банків (до 1 року)
		Довгострокові	Облікова ставка, нормативи обов'язкового резервування, економічні нормативи для банків, фіксований валютний курс, довгострокове рефінансування (терміном понад рік)
6.	Форма впливу	Емісійні	Емісія депозитних сертифікатів ЦБ, операції на відкритому ринку РЕПО, рефінансування, норми обов'язкового резервування
		Неемісійні	Економічні нормативи для банків, кредитні стелі, обмеження по маржі за активними операціями; обмеження за обсягами і умовами здійснення банками окремих операцій, процентна політика
7.	Рівень значимості	Базові	Облікова ставка, норми обов'язкового резервування, операції на відкритому ринку, рефінансування, валютні інтервенції
		Додаткові	Емісія депозитних сертифікатів ЦБ, валютні свопи
8.	Характер впливу на стабільність грошової одиниці	Цінові	Облікова ставка, ставки за операціями РЕПО та рефінансування, ставки за депозитними операціями ЦБ
		Кредитні	Операції РЕПО, механізми рефінансування
		Валютні	Зміна режиму валютного курсу, валютні інтервенції, валютні свопи

Джерело: систематизовано та доповнено автором на основі [33; 42; 121; 126]

Залежно від спрямованості регулятивного впливу інструменти грошово-кредитної політики поділяються на загальні та селективні інструменти. Дія загальних інструментів поширюється на всі фінансово-кредитні установи та на

грошовий ринок загалом. Дія селективних інструментів поширюється вибірково – на окремі банки або їх групи, на певні види банківської діяльності, на регулювання окремих видів активних операцій тощо.

Залежно від частоти застосування інструменти грошово-кредитної політики поділяються на інструменти постійної дії та інструменти оперативного впливу.

Постійно діючі інструменти центральні банки використовують для проведення як активних, так і пасивних операцій. У більшості країн центральні банки використовують постійно діючі механізми чи лінії рефінансування банків. Іншою складовою постійно діючих інструментів є механізм депонування надлишкових резервів банківської системи на рахунках у центральному банку, який є доволі поширеним у країнах ЄС.

Що ж стосується інструментів оперативного впливу, центральні банки поряд із стандартними (раніше відомими) іноді можуть застосовувати нетрадиційні заходи грошово-кредитної політики, особливо під час надвисокої нестабільності та в умовах утворення «ліквідної пастки» [53, с. 23]. За класифікацією економістів Міжнародного банку реконструкції та розвитку К. Боріо та П. Дисьюатата, до них належать заходи кількісного та кредитного пом'якшення, що прямо впливають на економіку, а також сигнальні заходи, які впливають на неї опосередковано, через уявлення та очікування щодо майбутнього економічних суб'єктів [203].

До основних нестандартних інструментів грошово-кредитного регулювання можна віднести такі їх види:

- кількісного пом'якшення – спрямовані на збільшення грошової бази (зобов'язань центрального банку). При цьому припускається збільшення розміру балансу центрального банку вище рівня, необхідного для підтримки короткострокової базової ставки на нульовому рівні;

- кредитного пом'якшення – спрямовані на насичення економіки додатковими ліквідними коштами шляхом прямого (через кредити) або опосередкованого (через купівлю агентського боргу і цінних паперів,

забезпечених заставними, тобто цінних паперів приватних фірм і приватних агентів) надання кредитів центральним банком інститутам фінансового та реального секторів економіки. Їх застосування потребує додаткової ліквідності в умовах скорочення обсягів кредитування на фінансових ринках. Таким чином, інструменти кредитного пом'якшення не тільки передбачають підтримку фінансового сектору економіки, а й прямо впливають на реальний сектор. Політика зобов'язань надання центральним банком гарантій щодо утримання

- короткострокової процентної ставки на ключовому, як правило, дуже низькому рівні протягом тривалого часу. Іншими словами, цей інструмент називається «вербальними інтервенціями», його метою є формування впливу на очікування економічних суб'єктів щодо рівнів короткострокових процентних ставок;

- підвищення рівня ліквідності – припускає застосування заходів нестандартної грошово-кредитної політики щодо збільшення обсягів національної та іноземної валюти. Основною метою таких заходів є надання ліквідності у великих обсягах контрагентам і фінансовим ринкам для відновлення дії трансмісійного механізму і, як наслідок, для підтримки фінансової та макроекономічної стабільності [203].

За характером впливу на ринок інструменти грошово-кредитної політики поділяють на адміністративні та ринкові. Адміністративні інструменти – це регулятивні заходи центрального банку у формі обмежень, лімітів, директив чи мораторіїв. Ці заходи спрямовані на обмеження сфери діяльності комерційних банків, зокрема визначають або обмежують процентні ставки чи обсяги кредитів. Яскравим прикладом застосування адміністративних інструментів є встановлення «кредитних стель» для комерційних банків, чи мораторій на зняття депозитів. Ринкові інструменти — це регулятивні заходи впливу центрального банку на грошовий ринок шляхом формування на ринку відповідних умов, які визначають подальшу поведінку суб'єктів ринку. На нашу думку, ринкові інструменти передбачають вплив центрального банку на попит або пропозицію на грошово-кредитному ринку. Зокрема, знижуючи облікову

ставку центральний банк стимулює попит на кредитні ресурси, а продаючи іноземну валюту центральний банк збільшує її пропозицію на валютному ринку держави.

По термінах впливу інструменти грошово-кредитного регулювання розділяються на довгострокові (реалізація займає понад 1 рік), середньострокові (до 1 року) і короткострокові (відповідно до реалізації оперативних цілей грошово-кредитної політики).

За формою впливу інструменти грошово-кредитної політики поділяємо на емісійні, коли застосування інструменту (операції) викликає (супроводжує) емісію грошей (наприклад, рефінансування), і неемісійні; наприклад обов'язкові економічні нормативи.

За рівнем значимості пропонуємо виділяти базові та додаткові інструменти грошово-кредитної політики. Базові методи використовуються в більшості країн, включаючи розвинені, формують основні напрямки грошово-кредитної політики, мають ефективним впливом на грошово-кредитні відносини і економіку загалом, наприклад операції на відкритому ринку. Додаткові (другорядні) методи доповнюють базові, їх дія може і не мати чітко вираженого ефекту. Наприклад, депозитні операції абсорбують зайву ліквідність як результат дії інших, емісійних інструментів грошово-кредитної політики (рефінансування), тому ці операції вторинні, похідні від основних. Іноді додаткові інструменти відображають національні особливості грошового обігу і кредиту.

Ще один критерій, за яким пропонуємо класифікувати інструменти грошово-кредитної політики – характер впливу на стабільність грошової одиниці. Враховуючи пропонований критерій, доцільно виділяти цінові, кредитні та валютні методи, відповідно до напрямів забезпечення стабільності грошової одиниці.

Таким чином державна грошово-кредитна політика реалізується через комплекс відповідних інструментів, об'єднаних в єдине ціле, що діють одночасно в певних поєднаннях і взаємодії. Тому пропонована класифікація

інструментів грошово-кредитної політики передбачає не відокремлення інструментів, а, навпаки, їх групування за певними ознаками, що дає змогу встановити взаємозв'язок і взаємозалежність у їх використанні, а також відобразити характерні їх особливості особливостей і проводити аналіз впливу на стабільність грошової одиниці.

Лише комплексне поєднання і реалізація інструментів державної грошово-кредитної політики дасть змогу сформувати цілісну систему забезпечення стабільності національної грошової одиниці.

Висновки до розділу 1

1. Виходячи з виділених особливостей, автором запропоновано трактувати грошово-кредитну політику як комплекс взаємозв'язаних заходів центрального банку у сфері регулювання грошового обігу і кредиту, який передбачає цілеспрямоване використання грошово-кредитних інструментів, спрямованих на досягнення стабільності національної грошової одиниці, стимулювання темпів економічного зростання, підвищення рівня зайнятості та інших законодавчо регламентованих державою економічних цілей. На відміну від існуючих, формулювання автора більш глибоко розкриває сутність грошово-кредитної політики у взаємозв'язку з основною ціллю центрального банку – забезпечення стабільності національної грошової одиниці, а також із монетарним механізмом її досягнення.

2. Стабільність грошової одиниці слід трактувати як динамічний стан купівельної спроможності грошової одиниці на зовнішніх і внутрішньому ринку, що дає змогу забезпечити відносну незмінність її вартості, високий рівень довіри та ефективне виконання покладених на неї функцій за зміни макроекономічних умов і чинників розвитку грошової системи. Авторське визначення більш детально конкретизує її сутність з огляду на виокремлення низки ознак: системний характер (вона виникає як синергетичний результат унаслідок забезпечення цінової, кредитної та валютної стабільності); множинність

можливих станів і динамічний аспект (стабільність грошової одиниці характеризується діапазоном можливих значень та їх зміною у різні часові моменти); відносний характер (завжди існує ймовірність настання дестабілізацій); базування на довірі до грошової одиниці (без довіри до грошової одиниці вона не може бути стабільною); здатність грошової одиниці повністю виконувати покладені на неї функції (максимально ефективно виконання грошовою одиницею функцій засобу обміну, нагромадження та міри вартості, внаслідок стабільності її купівельної спроможності).

3. З огляду на те, що стабільність національної грошової одиниці передбачає цінову стабільність всередині країни та стабільність валютного курсу для підтримки купівельної спроможності національної грошової одиниці на зовнішньому ринку, автором запропоновано класифікацію її чинників. У дисертації виокремлено такі групи чинників стабільності грошової одиниці, виходячи з напрямів забезпечення: базові (рівень процентних ставок; темпи зміни ВВП, доходів домогосподарств, пропозиції грошей; темпи інфляції; стан платіжного балансу); регулюючі (грошово-кредитна, фіскальна, зовнішньоторгівельна, валютно-курсова політика); кризові (дефіцит бюджету; державний борг; емісія грошей; зміна зарплат і цін на енергоносії; рівень монополізації; революції, війни.); психологічні та очікувальні (очікування населення; політична ситуація; прогнози державних органів та міжнародних інституцій; зміна споживчого попиту).

4. Основними критеріями забезпечення стабільності національної грошової одиниці визначено такі: наявність макроекономічних умов для дострокового безкризового розвитку; високий рівень довіри економічних агентів до національної грошової одиниці та інститутів національної грошової системи; достатній рівень монетизації ВВП; відсутність кризи неплатежів; стабільність чинного законодавства, що регламентує функціонування грошової системи; стабільність політичної ситуації; спрямованість на перехід суспільства до інноваційної стадії розвитку, орієнтованої на розвиток людського потенціалу у його взаємодії із зовнішнім середовищем; еластичність грошової системи, яка

проявляється в її реакції на перетворення потреб економічного обороту суспільства в грошових коштах; стримування інфляції та забезпечення умов для стабільного економічного зростання і підвищення конкурентоспроможності національної економіки; проведення виваженої боргової політики, збалансування обсягів і структури внутрішніх і зовнішніх запозичень; збалансування поточного рахунку платіжного балансу; зниження рівня фінансової доларизації економіки, вдосконалення системи валютного регулювання, контролю і хеджування валютних ризиків.

5. Грошово-кредитна політика відіграє ключову роль у забезпеченні стабільності національної валюти, а її успішність суттєво залежить від проголошення центральним банком чітких і зрозумілих цілей, їх ретельного дотримання та раціонального вибору грошово-кредитних інструментів – економічних важелів, що перебувають у розпорядженні центрального банку та застосовуються ним для впливу на цільові орієнтири грошово-кредитної політики, зокрема на забезпечення стабільності національної грошової одиниці. Між інструментами, які використовує центральний банк, та монетарними цілями існує як функціональний, так і реальний зовнішній зв'язок, що дозволяє передбачати вплив кожного інструмента грошово-кредитної політики на стабільність грошової одиниці у відповідний спосіб.

6. Цільова спрямованість грошово-кредитної політики у напрямку забезпечення стабільності грошової одиниці зумовлює характер та особливості застосування грошово-кредитних інструментів. Узагальнення підходів вітчизняних та зарубіжних вчених дозволило доповнити класифікацію грошово-кредитних інструментів новими класифікаційними ознаками: форма впливу (емісійні, неемісійні), рівень значимості (базові, додаткові), характер впливу на стабільність грошової одиниці (цінові, кредитні, валютні).

Основні результати, одержані у першому розділі, опубліковано у працях [16; 17; 23, 24; 25].

РОЗДІЛ 2

ОСОБЛИВОСТІ РЕАЛІЗАЦІЇ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ У ЗАБЕЗПЕЧЕННІ СТАБІЛЬНОСТІ НАЦІОНАЛЬНОЇ ГРОШОВОЇ ОДИНИЦІ УКРАЇНИ

2.1. Методичні засади оцінювання стабільності грошової одиниці

Забезпечення стабільності грошової одиниці є основною функцією Національного банку України та пріоритетним завданням економічної політики держави. З огляду на це важливим аспектом нашого дослідження є аналіз умов і чинників, а також вироблення методичного підходу до оцінювання стабільності національної грошової одиниці, на підставі чого обґрунтовується стратегія і тактика її забезпечення, уточнюються заходи і управлінські рішення, здійснюється контроль та оцінюються результати їх реалізації.

Слід зазначити, що у вітчизняній економічній літературі та рекомендаціях міжнародних організації наразі відсутній єдиний підхід щодо оцінювання стабільності грошової одиниці. Крім того, немає навіть сталої думки щодо її змісту, про що ми вже зазначали у попередньому розділі нашого дисертаційного дослідження. Наявні дослідження українських і зарубіжних економістів з означеної проблематики присвячені здебільшого аналізу грошової маси та її складових, рівня інфляції і, як правило, обмежуються застосуванням стандартних методів оцінки.

Необхідність оцінювання та аналізу стабільності національної грошової одиниці зумовлена низкою причин:

- 1) створенням умов для ефективного функціонування грошового ринку та належним виконанням грошовою системою країни своїх функцій;
- 2) створення однакових можливостей усім економічним агентам щодо доступу до грошового ринку та участі у грошово-кредитних відносинах;
- 3) необхідністю стримування інфляції, забезпечення валютної стабільності в країні, уникнення економічних криз, зокрема кризи неплатежів;

4) значущістю аналізу для розробки відповідних планів, концепцій, стратегій і державних програм соціально-економічного розвитку, а також для макроекономічного прогнозування показників, за допомогою яких оцінюють стабільність національної грошової одиниці;

5) необхідністю врахування результатів аналізу у процесі розроблення заходів грошово-кредитної, фіскальної, боргової політики задля забезпечення та подальшої підтримки стабільності національної грошової одиниці.

Такий аналіз охоплює дослідження стану і тенденцій розвитку інфляційних процесів, валютного курсу, процентних ставок за кредитами, а також факторів, що впливають на процеси забезпечення стабільності національної грошової одиниці. На основі отриманої в процесі аналізу інформації необхідно оцінити ступінь реалізації поставлених цілей, внести корективи в економічну (зокрема грошово-кредитну) політику, здійснити порівняльний аналіз відповідної інформації із зарубіжним досвідом, а також використовувати при коригуванні існуючих та розробленні нових стратегічних і програмних документів, що регламентують дії і заходи і сфері забезпечення стабільності національної грошової одиниці.

Послідовність проведення оцінки та аналізу стабільності національної грошової одиниці зображена на рис. 2.1, який містить 3 етапи: підготовчий, розрахунково-аналітичний та підсумковий.

На підготовчому етапі, перш за все, слід визначити мету і завдання, об'єкт і предмет дослідження.

Метою аналізу фінансово-кредитних відносин на фінансовому ринку є вивчення стану і тенденцій зміни стабільності національної грошової одиниці, розробка та обґрунтування рішень і заходів щодо її підвищення.

Завданнями макроекономічного аналізу стабільності грошової одиниці визначено такі.

1. Наукове обґрунтування тенденцій змін стабільності національної грошової одиниці, поточних і перспективних планів її забезпечення. Без глибокого комплексного аналізу, складання відповідних прогнозів неможливо розробити

науково обґрунтовані плани, програмні документи, вибрати оптимальні варіанти управлінських рішень.



Рис. 2.1. Схема послідовності проведення оцінки та аналізу стабільності грошової одиниці

Джерело: розробка автора

2. Контроль за виконанням планів і управлінських рішень у процесі забезпечення стабільності національної грошової одиниці. Такий контроль має проводитися з метою не лише констатації фактів та оцінки досягнутих результатів,

а й виявлення недоліків, помилок та результатів впливу на стабільність грошової одиниці. При цьому акцент слід робити не лише на поясненні того, які макроекономічні зміни вже відбулися у досліджуваній сфері, а й на передбаченні на базі аналітичного матеріалу найбільш імовірних наслідків прийнятих рішень.

3. Пошук рішень для підвищення стабільності національної грошової одиниці в перспективі на основі вивчення передового досвіду та досягнень науки і практики, недоліків у прийнятті попередніх рішень.

4. Оцінка результатів реалізованих заходів і виконання окреслених планів, а також оцінка досягнутого рівня стабільності національної грошової одиниці, що сприятиме оперативному й ефективному попередженню негативних сценаріїв та усуненню виявлених недоліків.

5. Прийняття рішень і розроблення заходів щодо підвищення стабільності національної грошової одиниці, що сприяє підготовці рекомендацій, які дадуть змогу змінити або коригувати важелі економічної політики з метою досягнення планованих показників і поставлених результатів.

6. Узагальнення світового досвіду моніторингу стабільності національної грошової одиниці.

У сучасних умовах висуваються принципово нові вимоги, внаслідок чого змінюється і зміст аналізу стабільності національної грошової одиниці: від оперативного відслідковування виконання деталізованих планових завдань до поглибленого аналізу тенденцій поведінки показників, які характеризують її. Посилюється причинно-наслідковий аспект аналізу з виявленням факторів, які суттєво впливають на зміну стабільності національної грошової одиниці, що викликає необхідність оцінювати строковість їх дії, визначаючи фактори, негативний вплив яких може бути призупинений найближчим часом, а також фактори довгострокового впливу.

Об'єктами такого аналізу є процеси забезпечення стабільності національної грошової одиниці загалом та в розрізі її складових – цінової, кредитної та валютної.

Предметом аналізу є причини і фактори зміни стабільності національної грошової одиниці у державі.

Важливою складовою підготовчого етапу є обґрунтування вимог до інформаційного забезпечення. При цьому слід використовувати такі джерела інформації: наукові праці вітчизняних і зарубіжних вчених у сфері досліджуваної проблематики; законодавчі і нормативні акти, що регулюють грошово-кредитні відносини; статистичні дані Національного банку України, Міністерства фінансів України, Державної служби статистики України, а також науково-методичну і довідкову літературу, дані мережі Інтернет.

З метою прийняття своєчасних рішень та розроблення дієвих заходів стосовно забезпечення стабільності національної грошової одиниці, інформація повинна відповідати таким вимогам: значимості, повноти, своєчасності, достовірності, зрозумілості, співставності.

Для комплексного оцінювання та аналізу стабільності грошової одиниці доцільно, на нашу думку, застосувати такі методи: методи порівняння та групування, приведення показників до порівняного вигляду, елімінування, статистичного аналізу та низку інших, наведених у додатку В нашого дослідження.

У межах підготовчого етапу важливо виокремити відповідні індикатори, які слід використовувати в ході оцінювання. Ми пропонуємо здійснювати комплексну оцінку та аналіз стабільності грошової одиниці з використанням індикаторів, наведених у таблиці 2.1.

Другим етапом аналізу стабільності грошової одиниці є розрахунково-аналітичний.

Він передбачає проведення ретроспективного аналізу важелів економічної політики та їх вплив на стабільність грошової одиниці, а також аналіз організації та регламентації процесів у її забезпеченні. На цьому етапі здійснюємо також розрахунок та порівняльний аналіз індикаторів в динаміці, порівняння з запланованими орієнтирами.

Важливою складовою розрахунково-аналітичного етапу є аналіз факторів і ризиків, які вплинули на отриманий результат. Що ж стосується факторів впливу на стабільність грошової одиниці, вони детально розглянуті нами у підрозділі 1.2 дисертаційного дослідження. Більш детально зупинимось на

макроекономічних ризиках, дія яких впливає на рівень стабільності грошової одиниці.

Таблиця 2.1

Характеристика основних індикаторів і потенційних джерел загроз в грошово-кредитній сфері

Індикатори	Сфери впливу	Джерела загроз	Компетенція
1. Індекс споживчих цін. 2. Індекс цін виробників. 3. Базова інфляція споживчих цін.	зниження купівельної спроможності національної грошової одиниці	незбалансовані фіскальна і цінова політики уряду; неконтрольована емісія грошей	центральний банк, уряд
4. Відношення зовнішнього боргу до ВВП	надлишковий обсяг зовнішнього державного боргу призводить до зростання вартості його обслуговування, збільшується ймовірність дефолту	надлишкові державні витрати, для фінансування яких залучаються значні обсяги зовнішніх запозичень	уряд
5. Відношення сальдо поточного рахунку платіжного балансу до ВВП	зростання негативного сальдо призводить до зниження золотовалютних резервів центрального банку	зниження рівня конкурентоспроможності продукції через погіршення зовнішньоекономічної кон'юнктури, перевищення темпів зростання імпорту над темпами експорту, дисбаланс між попитом і пропозицією на валютному ринку, неповернення суб'єктами господарювання валютної виручки	уряд, центральний банк
6. Рівень фінансової доларизації	порушення системи грошового обігу через втрату центральним банком можливості проводити незалежну грошово-кредитну політику	високий рівень політичної і економічної нестабільності, розбалансованість фінансової системи, доларизація окремих товарних ринків і тіньового сектора економіки	центральний банк
7. Темпи вилучення депозитів з банківської системи	зниження рівня ліквідності та платоспроможності банків	високий рівень політичної і економічної нестабільності, систематичне невиконання або затримка банками взятих на себе зобов'язань	центральний банк
8. Рівень монетизації	зниження довіри суб'єктів економіки до національної грошової одиниці	падіння купівельної спроможності грошей	центральний банк, уряд

Джерело: доповнено та систематизовано автором на основі [109, с. 66]

Основними з них є такі:

1. Ризик зростання інфляції вище очікуваного рівня – свідчить як про незбалансовану монетарну політику, так і про неефективний контроль з боку уряду за динамікою цін. Високий рівень інфляції є однією з головних причин пасивного використання ставки рефінансування як інструмента регулювання.

2. Ризик зниження конкурентоспроможності національної економіки і падіння темпів зростання валового внутрішнього продукту - відбувається за рахунок надмірного зміцнення курсу національної валюти і створює переваги для іноземних виробників.

3. Ризик зниження стійкості банківського сектора - обумовлений різкими змінами курсу національної валюти, утворенням негативних курсових різниць.

4. Ризик розбалансування платіжного обороту - виникає, як правило, внаслідок швидкого зростання інфляції і нестачі грошових коштів, що призводить до витіснення національної валюти, невизначеності в цінових пропорціях, зниження податкових надходжень, посилення відтоку капіталу, сповільнення темпів зростання валового внутрішнього продукту;

5. Процентні ризики – обумовлені зміною вартості валютних ресурсів на зарубіжних ринках або несподіваними змінами курсу національної валюти всередині країни, що викликає зміни величини реальної процентної ставки за кредитами і депозитами та відбивається на рівні рентабельності операцій банківського сектора загалом.

Також розрахунково-аналітичний етап передбачає моделювання впливу факторів на стабільність грошової одиниці. При цьому слід враховувати те, що ступінь впливу прийнятих рішень у сфері грошово-кредитної політики на стабільність грошової одиниці та макроекономічні показники значною мірою залежати від трансмісійного механізму грошово-кредитної політики та від ефективності каналів передавального механізму [105].

Поняття трансмісійного механізму грошово-кредитної політики слід тлумачити як процес передавання рішень центрального банку у сфері грошово-кредитної політики на фінансовий сектор та економіку загалом, що знаходить

відображення на динаміці макроекономічних показників та стану грошового ринку [250]. Трансмісійний механізм діє через кілька каналів, до основних з яких можна віднести процентний канал, канал валютного курсу, кредитний канал, грошовий канал та канал цін активів (додаток Г).

Канал процентної ставки є важливим каналом трансмісійного механізму грошово-кредитної, дія якого зумовлена впливом ключової процентної ставки на зміну ринкових процентних ставок. Процентний канал є традиційним каналом і його часто розглядають як основний канал трансмісійного механізму грошово-кредитної політики [227; 255]. Зміна вартості ресурсів безпосередньо впливає на зміну споживання та інвестицій. Іноді канал процентної ставки може розглядатися у розрізі двох каналів: канал заміщення та канал доходу. Дія першої складової каналу процентної ставки у разі підвищення ставки зумовлює зменшення витрачання коштів у поточний період. Дія каналу буде спостерігатися у разі значного поширення споживчих кредитів та кредитних карт. Дія другої складової каналу при підвищенні процентної ставки зумовлює перерозподіл доходів від позичальників до зберігачів (пенсійних фондів), що, у свою чергу, зумовлює зростання купівельної спроможності зберігачів та її зниження у позичальників [119, с. 43].

Валютний канал базується на впливі валютного курсу на зміну обсягу експорту та імпорту, а також на рівень цін в країні. Він є ключовим елементом грошово-кредитної політики у відкритій економіці. Дія валютного каналу тісно пов'язана з кредитним каналом.

Дія кредитного каналу проявляється через кредитні відносини між центральним банком та іншими банками з підтримання ліквідності, між окремими банками та шляхом кредитування банками інших позичальників.

Грошовий канал впливає на макроекономічні показники шляхом зміни грошової бази, адже від цього залежить рівень забезпечення грошовою масою економічних агентів, рівень кредитування економіки та ціни на активи. Використання цього каналу не набуло значного поширення в економічно

розвинених країнах, водночас, у Японії за умов нульових процентних ставок він включається до трансмісійного механізму [199].

Канал цін активів діє на підставі того, що добробут домогосподарств (заощадження) визначає споживчі витрати. Зміна процентної ставки призводить до зміни вартості довгострокових фінансових активів, в яких зберігаються заощадження, її зростання підвищує рівень добробуту та знижує споживання.

Канал очікувань визначає економічну поведінку суб'єктів ринку. Поширення дії цього каналу відбувається шляхом передачі імпульсів суб'єктам ринку через дії монетарного регулятора, які приймають рішення стосовно економічної поведінки, що безпосередньо відображається на макроекономічних результатах [219].

Підсумковий етап передбачає: характеристику результатів порівняльного аналізу; пошук та обґрунтування рішень і заходів у напрямку підвищення стабільності національної грошової одиниці.

Використання запропонованого методичного підходу дасть змогу виявити певні закономірності в динаміці показників, що характеризують стабільність національної грошової одиниці в країні, за відповідними періодами або порівняно з іншими країнами. Рекомендації, наведені в розрізі кожного із зазначених вище макроекономічних індикаторів, слід зіставити один з одним, а потім узагальнити у висновку за результатами аналізу. Таке резюме має стати основою для розробки фінансової політики і дієвих механізмів, спрямованих на зміцнення стабільності національної грошової одиниці.

Зупинимось більш детально на аналізі окремих індикаторів стабільності грошової одиниці України – гривні.

У таблиці 2.2 наведено динаміку цінових показників в Україні впродовж 2014 – 2019 років. Так за аналізований період спостерігається поступове (за винятком 2015 року) зниження показників індексу споживчих цін з 112,1 до 107,9%, індексу цін виробників – з 122,8 до 92,6%, а також базової інфляції споживчих цін – з 122,8 до 103,9%. Натомість значення дефлятора ВВП зросло майже у 2,5 рази – з 61,4 до 152,3%.

Таблиця 2.2

Динаміка цінових показників в Україні впродовж 2014 – 2019 років, %

Показники	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Індекс споживчих цін	112,1	148,7	113,9	114,4	110,9	107,9
Індекс цін виробників	131,8	125,4	135,7	116,5	114,2	92,6
Базова інфляція споживчих цін	122,8	134,7	105,8	109,5	108,7	103,9
Дефлятор ВВП	61,4	85,2	100,0	122,1	140,9	152,3

Джерело: складено автором за матеріалами офіційних даних Державної служби статистики України, Міністерства фінансів України, Національного банку України.

При цьому спостерігається доволі істотна різниця між різними ціновими індексами, що зумовлено як незавершеністю процесу лібералізації цін, так і структурними особливостями нашої економіки. Зниження приросту індексу споживчих цін упродовж останніх чотирьох років супроводжувалося досить високими рівнями індексу цін виробників промислової продукції, а також зростанням значень індексу-дефлятора ВВП, що свідчить про поглиблення в Україні інфляційних процесів та необхідність вжиття дієвих заходів антиінфляційної політики у напрямку зміцнення стабільності гривні.

Як було вже нами зазначено, серед індикаторів стабільності грошової одиниці є узагальнюючий показник її нестабільності. Стабільність або нестабільність грошової одиниці можна виразити кількісно. Для цього потрібно знайти відповідні співвідношення між зміною основних показників, які характеризують монетарні цілі. Для обчислення стабільності (нестабільності) національної грошової одиниці, автори фундаментального дослідження «Структурні зміни та економічний розвиток України» пропонують показник загальної нестабільності, що відображає узагальнений результат окремих її складових. Геєць В.М., Шинкарук Л.В., Артёмова Т.І. та ін., пропонують його розраховувати як середньозважену (за обсягами ВВП і торгівлі валютою на безготівковому валютному ринку) величину зміни дефлятора ВВП і офіційного обмінного курсу [166, с. 647].

$$N = \frac{i \times W + e \times C}{W + C}, \quad (2.1)$$

де: N – нестабільність грошової одиниці; i - показник зміни цін на товари і послуги; e – показник зміни обмінного курсу; W - загальна вартість товарів і послуг; C – обсяг продажу валюти.

Автори монографії також пропонують показник нестабільності грошової одиниці для фізичних осіб, який вимірюється як середньозважена (за роздрібним товарооборотом та обсягом торгівлі валютою на готівковому валютному ринку) величина індексу споживчих цін і готівкового обмінного курсу [166, с. 647].

Однак, як відомо, окрім зазначених вище, на стабільність грошової одиниці спричиняють вплив й інші чинники, наприклад, обсяги наданих кредитів та зміна процентних ставок за ними. Отже, нині назріла потреба у розробленні цілісного наукового підходу до розрахунку нестабільності грошової одиниці, яка б враховувала вплив найвагоміших чинників на її величину, а також характер їхнього впливу. Більш детально даний аспект буде висвітлений у підрозділі 3.2.

2.2. Аналітична оцінка застосування в Україні основних грошово-кредитних інструментів

Впродовж останніх років грошово-кредитна політика реалізується Національним банком України відповідно до останніх світових тенденцій монетарного регулювання економіки. Загальновідомо, що забезпечення стабільності грошової одиниці та стан багатьох макроекономічних показників суттєво залежить від грошово-кредитної політики, а раціональний вибір основних її інструментів і характер їхнього впливу, визначаються цільовим орієнтиром даної політики. Зокрема на сьогодні, згідно чинного законодавства, головною метою грошово-кредитної політики НБУ є підтримка цінової стабільності, а стратегічним орієнтиром («таргетом») такої політики відповідно

є контрольований приріст індексу споживчих цін, що має на меті утримування інфляційних процесів в межах заздалегідь встановленого коридору та створення за рахунок цього фундаменту для досягнення сталого рівня економічного зростання країни у довгостроковій перспективі.

Проведений аналіз окремих показників економічного розвитку України впродовж 2014–2019 років дає підстави стверджувати, що загалом Україні спостерігалися позитивні тенденції зміни номінальних індикаторів розвитку, що проявилось у їхньому зростанні (табл. 2.3).

Таблиця 2.3

Динаміка окремих показників економічного розвитку України, млн. грн.

Показники	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Номінальний ВВП	1566728	1979458	2383182	2982920	3558706	3974564
Реальний ВВП	1365123	1430290	2034430	2445587	3083409	3675728
Різниця між реальним і номінальним ВВП	-201605	-549168	-348752	-537333	-475297	-298836
Грошова маса	1438310	1227640	1208860	1102700	994060	956730
Номінальна заробітна плата, грн	4012	5230	6475	8777	10573	12264

Джерело: складено автором за матеріалами офіційних даних Державної служби статистики України, Міністерства фінансів України, Національного банку України.

Постійне зростання грошової маси впродовж 2014 – 2019 рр. стало прямим фактором зростання номінального ВВП та номінальних доходів населення, а синхронізація обсягів грошової маси з номінальним ВВП дозволила мінімізувати інфляційний тиск монетарних факторів, сформувавши низький рівень інфляції як передумову підвищення стабільності грошової одиниці. Однак відставання реального ВВП від номінального впродовж досліджуваного періоду зумовлено обмеженістю опосередкованого впливу інструментів грошово-кредитного регулювання та інших факторів, що мають немонетарну природу (корупція, непрозорі умови для бізнесу та інвестицій, енергетична імпортозалежність тощо), що не створює перешкоди в реалізації сформованих передумов забезпечення стабільності грошової одиниці. Значна доларизація економіки (38,4% у 2019 р.) провокує додатковий тиск валютного курсу, який нині є ключовим інфляційним чинником.

Відтак ефективність грошово-кредитної політики проявляється у досягненні її цілей за допомогою використання відповідних інструментів. Так, згідно ст.25 Закону України «Про Національний банк України», основними економічними засобами і методами грошово-кредитної політики є регулювання обсягу грошової маси через: 1) визначення та регулювання норм обов'язкових резервів для банків; 2) процентну політику; 3) рефінансування банків; 4) управління золотовалютними резервами; 5) операції з цінними паперами (крім цінних паперів, що підтверджують корпоративні права), у тому числі з казначейськими зобов'язаннями, на відкритому ринку; 6) регулювання імпорту та експорту капіталу; 7) запровадження на строк до шести місяців вимоги щодо обов'язкового продажу частини надходжень в іноземній валюті; 8) зміну строків розрахунків за операціями з експорту та імпорту товарів; 9) емісію власних боргових зобов'язань та операції з ними. У даному підрозділі проаналізуємо особливості застосування в Україні основних грошово-кредитних інструментів.

Одним із основних каналів грошово-кредитного впливу НБУ на розвиток економічних процесів в країні є грошовий канал, впливаючи на який через регулювання монетарної бази, центральний банк створює умови для формування ресурсів у банківському секторі для подальшого здійснення банками активних операцій. Найголовнішим інструментом грошово-кредитної політики, завдяки якому відбувається дія грошового каналу, є політика обов'язкового резервування, що полягає у встановленні центральним банком та дотриманні банківськими установами відповідних нормативів резервування, що зобов'язує банки частину залучених депозитних коштів (як строкових, так і до запитання) резервувати на спеціальному рахунку.

З таблиці 2.4 видно, що до кінця 2014 року норми резервування диференціювались залежно від виду валюти і строків залучення – за короткостроковими вкладками фізичних і юридичних осіб в іноземній валюті відрахування становили 10%, за довгостроковими – 7%, за поточними рахунками фізичних осіб – 15%, а юридичних – 10%. Проте з початку 2015 року

диференціація коштів, які підлягають обов'язковому резервуванню, зазнала суттєвих змін в частині визначення критерії такої диференціації і розмірів відрахувань: за строковими коштами – 3%, за поточними рахунками – 6,5% незалежно від виду валюти залучених банками коштів.

Таблиця 2.4

Динаміка зміни норм обов'язкових резервів впродовж 2011-2019 років, %

Рік	За строковими вкладами			За поточними рахунками	
	в нац. валюті	В іноземній валюті		в нац. валюті	в іноз. валюті
		короткострокові	довгострокові		
2011	0	6	2	0	8
2012	0	9	3	0	10
2013	0	10	5	0	15
2014	0	10	7	0	15
2015		3		6,5	
2016		3		6,5	
2017		3		6,5	
2018		3		6,5	
2019		3		6,5	

Джерело: складено автором за матеріалами офіційних даних Національного банку України.

Таким чином, спостерігається пом'якшення політики обов'язкового резервування, що зумовлене необхідністю у підвищенні рівня ліквідності банківського сектору та підвищення дієвості даного інструменту грошово-кредитної політики НБУ.

Для того, щоб оцінити наскільки дієвою є політика обов'язкового резервування НБУ, проаналізуємо динаміку і структуру депозитних ресурсів банківського сектору України (таблиця 2.5).

Проведені розрахунки дають змогу стверджувати, що впродовж 2014 – 2019 років частка депозитів в іноземній валюті скоротилась з 45,9 до 40%, тоді як за депозитами в національній валюті спостерігається її зростання – з 54,1 до 60% відповідно. Впродовж аналізованого періоду обсяги депозитів у національній валюті перевищував аналогічний показник в іноземній, проте рівень їх доларизації знизився несуттєво – на 3,2% (з 33,1 до 29,9%, а в окремі періоди, зокрема у 2015 і 2016 рр. його значення зафіксовано на рівні 35,1 та 36,1% відповідно). Така ситуація свідчить про те, що рівень недовіри до

національної валюти все ще є суттєвим. Із цього випливає висновок, що обов'язкові резервні вимоги, які активізують дію грошового каналу шляхом регулювання грошової бази, досі виконують лише технічну роль у процесах підтримки стабільності банківського сектору.

Таблиця 2.5

**Динаміка і структура депозитних ресурсів
банківського сектору України, млн. грн.**

Показники		2014	2015	2016	2017	2018	2019
Обсяги депозитів банківського сектору	млн. грн.	675093	716728	793475	898844	932697	1071666
	%	100	100	100	100	100	100
Обсяги депозитів в національній валюті	млн. грн.	365454	391911	426418	490971	540683	642711
	%	54,1	54,7	53,7	54,6	58,0	60,0
Обсяги депозитів в іноземній валюті	млн. грн.	309638	324817	367056	407872	392284	428955
	%	45,9	45,3	46,3	45,4	42,0	40,0
Грошова база (M2)	млн. грн.	935090	994730	1044700	1129460	123700	1435220
Рівень доларизації депозитів	%	33,1	32,7	35,1	36,1	31,7	29,9

Джерело: складено автором за матеріалами офіційних даних Національного банку України.

Водночас нестабільність міжнародних фінансових ринків обумовлює необхідність завчасної мінімізації пов'язаних з нею ризиків, які проявляються у функціонуванні вітчизняної економіки, що, зокрема, відобразалося в підвищенні попиту на іноземну валюту, зростанні частки вкладів в іноземній валюті в структурі депозитів банків тощо, про що свідчать статистичні дані за окремі роки. У таких умовах зменшенню рівня доларизації в економіці країни має сприяти поглиблення диференціації нормативів обов'язкового резервування в напрямі посилення преференційних умов резервування під кошти, залучені в національній валюті. Такі зміни сприятимуть підтримці стабільності грошової одиниці України в умовах нестійкої кон'юнктури світових ринків, а також значної мінливості обмінних курсів провідних валют і транскордонного руху капіталу. Ефективному та передбаченому функціонуванню грошово-кредитного ринку сприятиме запровадження більш гнучких підходів до формування

банками обов'язкових резервів, зокрема за рахунок надання змоги формувати частину їх обсягу на кореспондентському рахунку банків у Національному банку України.

Намагаючись стимулювати інвестиційно-інноваційну активність банків, Національний банк України в окремі роки дозволяв їм знижувати обсяги обов'язкових резервів на величину довгострокових інвестиційних кредитів, які надані за рахунок самостійно сформованих ресурсів. Однак, як засвідчила практика, для стимулювання інвестиційно-інноваційної активності банків такої пільги, по-перше, є недостатньо. А по-друге, такі зміни призвели до деяких негативних наслідків – банки почали маніпулювати структурою кредитного портфеля, намагаючись деяку частину наданих кредитів перевести в категорію пільгових щодо резервних вимог, змусивши НБУ посилити контроль за цими процесами [174, с. 472 – 473].

Оптимізація нормативів обов'язкового резервування сприятиме створенню стимулів для переважного залучення банками коштів у національній валюті та збільшення їх строковості, а також розвитку тих активних операцій, які передбачають використання банками коштів саме у національній валюті.

Одним з інструментів впливу на стабільність грошової одиниці є облікова ставка, за допомогою якої НБУ установлює для суб'єктів грошово-кредитного ринку орієнтир щодо вартості залучених і розміщених грошових коштів на відповідний період і яка є основною процентною ставкою, що залежить від процесів, які відбуваються в макроекономічній, бюджетній сферах та на грошово-кредитному ринку.

В Основних засадах грошово-кредитної політики НБУ на 2020 рік зазначено, що «вплив облікової ставки на фінансовий ринок та економіку забезпечуватиметься завдяки досягненню Національним банком операційної цілі монетарної політики, яка полягає в утриманні гривневих короткострокових міжбанківських ставок на рівні, близькому до облікової ставки, у межах коридору процентних ставок за інструментами постійного доступу» [137].

Здійснюючи рефінансування, НБУ активно використовує процентний канал впливу на стабільність грошової одиниці, інструментами якого виступають облікова ставка та ставки за кредитами рефінансування, середньозважений рівень яких має об'єктивно відображати вартість капіталу в країні.

У таблиці 2.6 відображено динаміку облікової ставки, процентних ставок комерційних банків та індексу споживчих цін.

Таблиця 2.6

Динаміка облікової ставки НБУ, процентних ставок банків та індексу споживчих цін в Україні, %

Рік	Облікова ставка (середня)	Середня процентна ставка банків за кредитами (у національній валюті)	Середня процентна ставка банків за депозитами (у національній валюті)	ІСЦ, %
2005	9,20	14,6	8,5	10,3
2006	8,94	14,1	7,6	11,6
2007	8,21	13,5	8,2	16,6
2008	11,34	16,0	9,9	22,3
2009	11,16	20,9	14,0	12,3
2010	9,04	15,7	10,3	9,1
2011	7,75	16,0	8,1	4,6
2012	7,56	18,4	13,4	-0,2
2013	7,03	16,6	10,9	0,5
2014	10,23	17,6	11,9	24,9
2015	25,30	21,8	13,0	43,3
2016	17,79	18,5	11,4	12,4
2017	13,21	16,4	9,1	13,3
2018	17,13	19,1	12,1	9,8
2019	13,5	18,35	10,4	4,1

Джерело: складено автором за матеріалами офіційних даних Національного банку України.

Статистичні дані, наведені у таблиці 2.6 дають підстави стверджувати, що на даний час в межах процентного каналу не відбувається належна трансформація імпульсів у формування об'єктивних цін на фінансові ресурси, про що свідчить відчутний розрив між середньозваженою ставкою рефінансування НБУ (13,5% у 2019 р.) та ставками кредитного ринку (18,35% у 2019 р.). Це є однією з головних причин завищення цін на кредитні ресурси банків порівно з динамікою зміни кредитів рефінансування, викликане

зростанням кредитного ризику банків та його включенням до ціни кредиту з метою компенсації.

Що ж стосується інфляції, відповідно до Стратегії монетарної політики Національного банку України та Основних засад грошово-кредитної політики на 2019 рік та середньострокову перспективу середньостроковою інфляційною ціллю для Національного банку є 5% із допустимим діапазоном відхилень ± 1 в. п. Згідно статистичних даних, наведених у таблиці 2.6, інфляція уповільнилася до 4,1% р/р (з 9,8% у 2018 році) – найнижчого рівня за останні шість років – та увійшла в цільовий діапазон. Досягнення інфляційної цілі відбулося, насамперед, завдяки послідовній та виваженій монетарній політиці НБУ, спрямованій на досягнення цінової стабільності, у поєднанні з виваженою фіскальною політикою. Сприяючи приведенню інфляції до цільового рівня, НБУ також зважав на необхідність підтримки стійкого економічного зростання, поступово знижуючи облікову ставку – до 13,5% у 2019 році.

Дослідження тенденцій зміни облікової ставки та інфляції за 2000 – 2019 рр. також підтверджує слабкий вплив процентної політики НБУ на діяльність банківської системи (рис. 2.2).

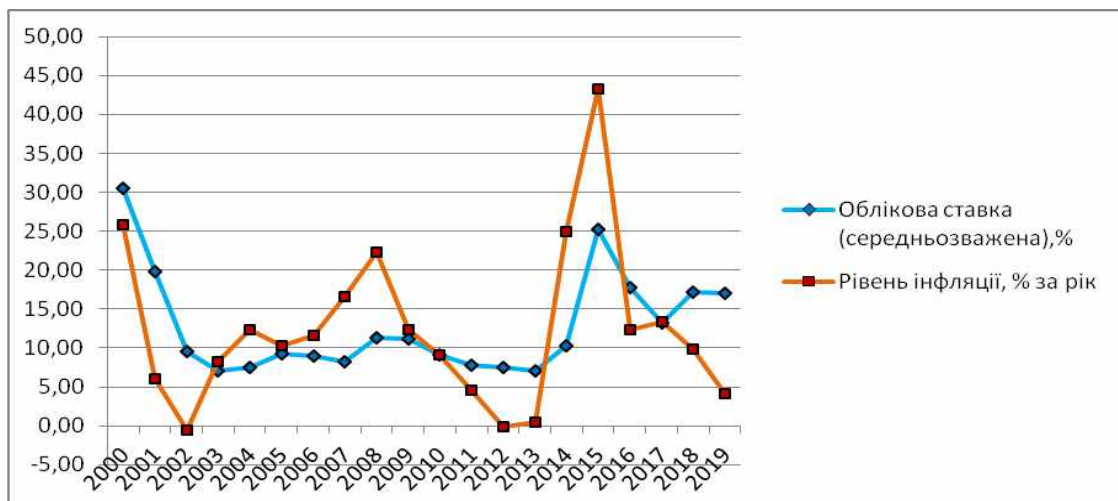


Рис. 2.2. Динаміка рівня інфляції та облікової ставки впродовж 2000-2019 рр.

Джерело: складено автором за матеріалами офіційних даних Національного банку України.

Така ситуація потребує перегляду механізму процентної політики НБУ у напрямі підвищення її взаємодії з рівнем відсоткових ставок за кредитними і депозитними операціями банків, а також іншими ключовими економічними показниками з метою зниження рівня впливу неринкових чинників.

Грошово-кредитна політика Національного банку впродовж останніх років залишалася достатньо жорсткою для подолання суттєвого інфляційного тиску. Основним його чинником був зростаючий споживчий попит, який підтримувався стійким зростанням доходів населення та поліпшенням споживчих настроїв. Така політика Національного банку разом із сталим надходженням іноземної валюти від експорту аграрної продукції забезпечували сприятливу ситуацію на валютному ринку. Інфляційні очікування бізнесу, населення та учасників фінансових ринків поліпшувалися, попри значну політичну невизначеність у рік проведення подвійних виборів в країні. Високі ставки за інструментами в гривні також посилювали привабливість українського ринку для іноземних інвесторів на тлі зростаючої турбулентності на фінансових ринках країн, що розвиваються. Водночас послабленню інфляційного тиску разом із монетарними чинниками сприяли: розширення внутрішньої пропозиції окремих продуктів харчування та падіння світових цін на продовольство. Тож наявність стійкої тенденції до уповільнення інфляції до цілі 5% дала нам змогу розпочати цикл зниження облікової ставки.

Таким чином, процентна політика Національного банку передбачає регулювання центробанком попиту та пропозиції на грошові кошти через зміну процентних ставок за своїми операціями. Змінюючи облікову ставку, центральний банк впливає на короткострокові процентні ставки на міжбанківському грошово-кредитному ринку. З певним часовим лагом це також транслюється у зміни процентних ставок за кредитами, депозитами, цінними паперами тощо. Ці ставки мають безпосередній вплив на обсяги споживання та інвестицій домогосподарств і підприємств, а отже – на інфляцію. Операційна ціль монетарної політики – утримання гривневих ставок на міжбанківському кредитному ринку в межах коридору процентних ставок за

інструментами постійного доступу (кредитами і депозитними сертифікатами овернайт) на рівні, близькому до облікової ставки. Індикатором рівня гривневих міжбанківських процентних ставок для цілей процентної політики визначено Український індекс міжбанківських ставок для кредитів і депозитів овернайт у національній грошовій одиниці (UIIR). Упродовж 2019 року UIIR належним чином реагував на зниження облікової ставки та перебував у межах коридору процентних ставок за інструментами постійного доступу. UIIR у 2019 році тяжів до нижньої межі коридору, що зумовлювалося збереженням значного профіциту ліквідності банківської системи упродовж року (рис. 2.3).



Рис. 2.3. Процентні ставки Національного банку та UIIR, % річних

Джерело: складено автором за матеріалами офіційних даних Національного банку України.

При аналізі процентного каналу трансмісійного механізму важливо простежити вплив облікової ставки на процентну ставку за новими кредитами іншим депозитним корпораціям-резидентам (міжбанківську). Як бачимо з рисунку 2.4, починаючи з 2014 року зв'язок між обліковою ставкою та міжбанківською кредитною ставкою суттєво посилюється. З початку 2006 року до початку 2014 року, облікова ставка не мала суттєвого впливу на рівень міжбанківської кредитної процентної ставки, так як остання часто була значно нижчою за облікову ставку НБУ. Як свідчить динаміка обох ставок, щільним зв'язок став з другої половини 2016 року, оскільки різниця між обліковою ставкою та міжбанківською кредитною ставкою зменшилась.

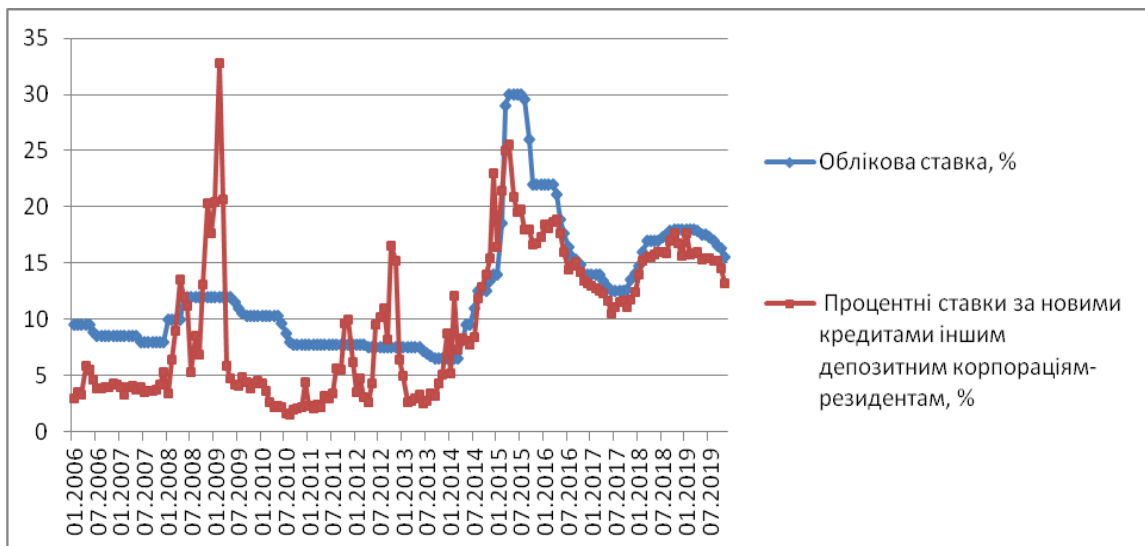


Рис. 2.4. Динаміка облікової ставки та процентної ставки за новими кредитами іншим депозитним корпораціям-резидентам (міжбанківської)

Джерело: складено автором за матеріалами офіційних даних Національного банку України.

З рис. 2.5 видно, що простежується щільна прямо пропорційна залежність між обліковою ставкою НБУ та процентною ставкою за кредитами іншим депозитним корпораціям-резидентам. Коефіцієнт детермінації становить у 0,915 означає, що близько 91,5% змін у міжбанківській кредитній процентній ставці спричинені змінами у обліковій ставці.

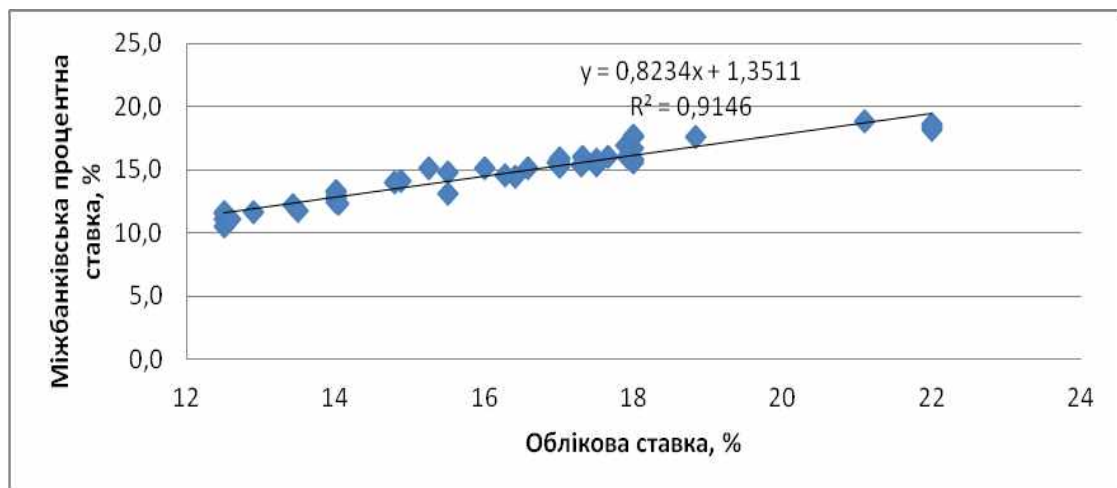


Рис. 2.5. Взаємозв'язок облікової ставки та процентної ставки за новими кредитами іншим депозитним корпораціям-резидентам протягом 2016-2019 рр.

Джерело: розраховано автором.

Важливим аспектом процентного каналу трансмісійного механізму є вплив облікової ставки на середньозважену дохідність ОВДП. Як бачимо з рис. 2.6., середньозважена дохідність облігацій внутрішньої державної позики не надто корелювала з обліковою ставкою НБУ. Лише з другої половини 2017 року простежується тісна залежність між обома змінними.

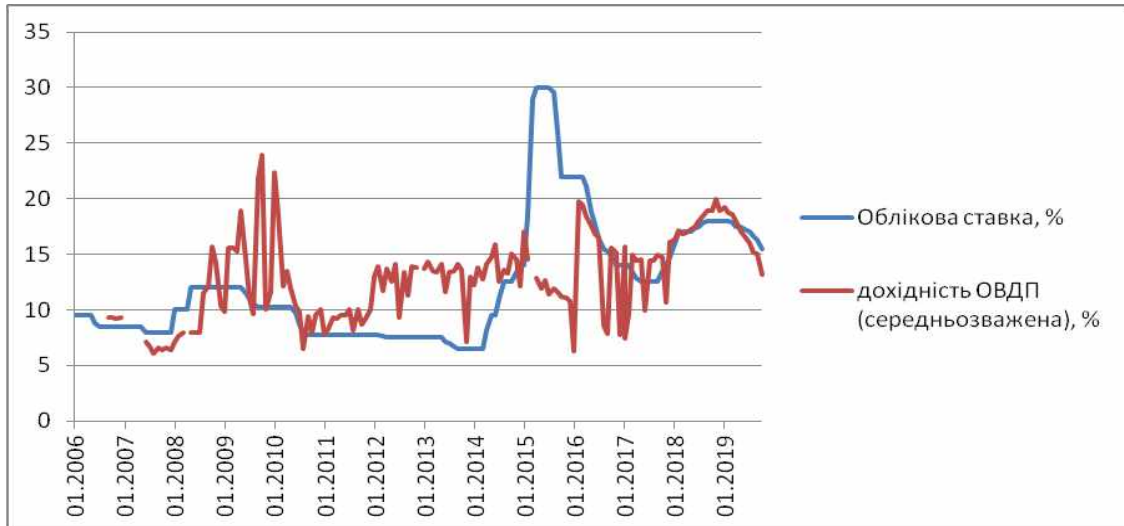


Рис. 2.6. Динаміка облікової ставки та середньозваженої дохідності ОВДП

Джерело: складено автором за матеріалами офіційних даних Національного банку України.

Для кращого аналізу процентного каналу трансмісійного механізму доцільно побудувати VAR-модель. Для побудови моделі ми взяли місячні дані з січня 2015 року по листопад 2019 року для наступних змінних:

СРІ – індекс споживчих цін до відповідного місяця попереднього року;

SG – темп зростання середньомісячної заробітної плати до відповідного місяця попереднього року, %;

CR – обсяг кредитів іншим депозитним корпораціям резидентам, млн. грн.;

ICR – процентні ставки за новими кредитами іншим депозитним корпораціям-резидентам, %;

BO - дохідність ОВДП (середньозважена), %;

AR01 – облікова ставка (середньозважена), %

В першу чергу потрібно перевірити дані на стаціонарність, так як VAR-модель можна будувати лише для стаціонарних даних (табл. 2.7).

Результати перевірки групи даних на стаціонарність за тестом Дікі-Фулера

Null Hypothesis: Unit root: individual unit root process				
Series: AR01, BO,CPI, CR, ICR, SG				
Sample: 2015M01 2019M10				
Exogenous variables: Individual effects				
Automatic selection of maximum lags				
Cross-sections included: 6				
Method		Statistic		Prob.
ADF - Fisher Chi-square		26,7597		0,0084
ADF - Choi Z-stat		-2,52245		0,0058
Intermediate ADF test results UNTITLED				
Series	Prob.	Lag	Max lag	Obs
AR	0,1900	1	10	58
BO	0,0020	0	10	58
CPI	0,3345	1	10	58
CR	0,1845	0	10	58
ICR	0,5211	0	10	58
SG	0,1236	0	10	58

Джерело: розраховано автором.

Як бачимо з таблиці 2.7., дані для більшості часових рядів є нестаціонарними, оскільки p-value є більшими за 10 %, а тому приймаємо нульову гіпотезу про існування одиничного кореня. Лише для змінної дохідності ОВДП (BO) дані є стаціонарними. Розподіл строго стаціонарних рядів y_t не залежать від моменту t , тобто закон розподілу і його числові характеристики не залежать від t .

Оскільки часові ряди змінних у своїх рівнях не є стаціонарними, необхідно перетворити їх на перші різниці та знову здійснити перевірку на стаціонарність за тестом Дікі-Фулера (табл. 2.8).

Результати виконання тесту наведено в таблиці 2.8. Зауважимо, що на стаціонарність перевіряли перші різниці описаних вище часових рядів. Як можна побачити з результатів тесту, ряди перших різниць є стаціонарними, оскільки ймовірності для усіх змінних у моделі наближається до нуля. Після приведення даних до стаціонарного виду, можна перейти до побудови моделі, однак спершу потрібно визначити максимальну довжину лагів.

Таблиця 2.8

Результати перевірки групи даних на стаціонарність за тестом Дікі-Фулера

Null Hypothesis: Unit root: individual unit root process				
Series: AR, BO,CPI, CR, ICR, SG				
Sample: 2015M01 2019M10				
Exogenous variables: Individual effects				
Automatic selection of maximum lags				
Cross-sections included: 6				
Method	Statistic	Prob.		
ADF - Fisher Chi-square	178,606	0,0000		
ADF - Choi Z-stat	-11,7638	0,0000		
Intermediate ADF test results UNTITLED				
Series	Prob.	Lag	Max lag	Obs
AR	0,0003	0	10	57
BO	0,0000	1	10	53
CPI	0,0000	0	10	57
CR	0,0000	0	10	57
ICR	0,0000	0	10	57
SG	0,0000	0	10	56

Джерело: розраховано автором.

На першому етапі застосуємо тест на максимальну довжину лагів (Lag Length Criteria). Задамо максимальний лаг 5, що відповідає 5-ти місяцям в умовах даних, які розглядаємо. Оптимальна довжина лагу в цьому тесті визначається одночасно за п'ятьма поширеними інформаційними критеріями. Результати виконання тесту наведено в таблиці 2.9.

Таблиця 2.9

Результати виконання тесту на максимальну довжину лага VAR моделі

VAR Lag Order Selection Criteria						
Endogenous variables: AR, BO,CPI, CR, ICR, SG						
Exogenous variables: C						
Sample: 2015M01 2019M10						
Lag	LogL	LR	FRE	AIC	SC	HQ
0	-1176,042	NA	1,38E+13	47,2816	47,5111	47,3690
1	-958,4205	374,3258*	9,75E+09*	40,0164	41,6225*	40,6280*
2	-927,1501	46,2653	1,25E+10	40,2060	43,1887	41,3418
3	-892,4513	43,0265	1,56E+10	40,2580	44,6174	41,9181
4	-851,3436	41,1076	1,81E+10	40,0537	45,7898	42,2380
5	-811,9003	29,9769	3,07E+10	39,9160*	47,0287	42,6245

* Примітка. Позначено вибір довжини лагу відповідно до критерію

Як можна побачити з результатів розрахунків (табл. 2.9), за чотирма інформаційними критеріями, зокрема: відношенням логарифмів функцій вірогідності (LR), фінальною прогнозною похибкою (FPE), критерієм Шварца (SC) і критерієм Ханна–Квінна (HQ), рекомендовано 1 лаг. Лише відповідно до критерію Акайке (AIC), отримано 5 лагів для включення у VAR модель.

Таблиця 2.10

Результати VAR-моделі

R-squared	1.000000	1.000000	1.000000	0.790587	0.978697
Adj. R-squared	1.000000	1.000000	1.000000	0.725768	0.972103
Sum sq. resids	1.37E-24	1.32E-17	8.61E-24	655.7453	315.6468
S.E. equation	1.81E-13	5.61E-10	4.53E-13	3.951327	2.741423
F-statistic	3.22E+27	5.65E+27	1.91E+26	12.19694	148.4246
Log likelihood		1121.514		-148.3523	-127.8802
Akaike AIC		-39.55408		5.798298	5.067149
Schwarz SC		-39.04774		6.304636	5.573487
Mean dependent	18.25394	38470.74	15.70686	25.43550	119.4589
S.D. dependent	4.979009	20476.84	3.043296	7.545431	16.41327
<hr/>					
Determinant resid covariance (dof adj.)		9.04E-68			
Determinant resid covariance		2.15E-68			
Log likelihood		3965.449			
Akaike information criterion		-139.1232			
Schwarz criterion		-136.5915			
Number of coefficients		70			

Джерело: розраховано автором.

$$AR_t = 1.04610823576*AR_{t-1} - 0.551572081882*AR_{t-2} + 0.0101974955654*BO_{t-1} + 0.0513403490571*BO_{t-2} + 0.0634489522749*CPI_{t-1} + 0.0266695977538*CPI_{t-2} + 6.93357450547e-06*CR_{t-1} + 2.92594982382e-06*CR_{t-2} + 0.206544800926*ICR_{t-1} + 0.14041513881*ICR_{t-2} + 0.00949780409453*SG_{t-1} - 0.0408946369024*SG_{t-2} - 7.59547704341$$

$$BO_t = 0.296804498801*AR_{t-1} - 0.18973640394*AR_{t-2} + 0.109595088288*BO_{t-1} - 0.151409091238*BO_{t-2} - 0.278238467316*CPI_{t-1} + 0.124241924923*CPI_{t-2} - 2.50874391738e-07*CR_{t-1} + 6.60410426142e-05*CR_{t-2} + 1.05007177899*ICR_{t-1} - 0.256921466682*ICR_{t-2} - 0.125167967508*SG_{t-1} + 0.308433717483*SG_{t-2} + 12.3860554653$$

$$CPI_t = 0.0859991931255*AR_{t-1} + 0.486564945519*AR_{t-2} - 0.277525569812*BO_{t-1} - 0.0204981896427*BO_{t-2} + 1.18315863521*CPI_{t-1} - 0.355495499069*CPI_{t-2} + 2.5467645885e-05*CR_{t-1} + 2.31883494751e-05*CR_{t-2} - 1.0555902263*ICR_{t-1} + 0.351633076901*ICR_{t-2} + 0.117351633761*SG_{t-1} - 0.094886527449*SG_{t-2} + 22.2698276855$$

$$CR_t = 2407.19043742*AR_{t-1} - 632.660443769*AR_{t-2} + 328.500723793*BO_{t-1} - 177.074465338*BO_{t-2} + 173.172181847*CPI_{t-1} - 540.815050837*CPI_{t-2} + 0.596312339904*CR_{t-1}$$

$$+ 0.193849360522*CR_{t-2} + 287.329566273*ICR_{t-1} - 1942.03196246*ICR_{t-2} - 208.219779905*SG_{t-1} + 358.626364439*SG_{t-2} + 40402.3233924$$

$$ICR_t = 0.274612473646*AR_{t-1} - 0.27133845796*AR_{t-2} + 0.0282296546593*BO_{t-1} + 0.0178720449802*BO_{t-2} - 0.0406193667658*CPI_{t-1} + 0.0662075101345*CPI_{t-2} + 7.069407912e-06*CR_{t-1} - 2.54510546797e-07*CR_{t-2} + 0.80280849888*ICR_{t-1} - 0.0474397385025*ICR_{t-2} - 0.00780142698232*SG_{t-1} - 0.00294375045531*SG_{t-2} - 0.0936881041452$$

$$SG_t = - 0.571456645197*AR_{t-1} - 0.206609519304*AR_{t-2} - 0.0438590598357*BO_{t-1} + 0.184009262337*BO_{t-2} + 0.125947429924*CPI_{t-1} + 0.124424397744*CPI_{t-2} + 3.04213108359e-05*CR_{t-1} - 5.02184640292e-05*CR_{t-2} - 0.801995613981*ICR_{t-1} + 0.556792222782*ICR_{t-2} + 0.56857485999*SG_{t-1} + 0.0284090618472*SG_{t-2} - 3.05700585$$

Як бачимо з результатів VAR- моделі, зміна облікової ставки суттєво впливає на обсяг кредитів наданих на міжбанку. Відповідні коефіцієнти при значенні різниці облікової ставки становлять ($CR = 2407.19043742*AR01(-1) - 632.660443769*AR01(-2) \dots$). Також, як видно з результатів моделі, темп зростання середньої заробітної плати не надто суттєво впливає на зміну ІСЦ. Натомість зростання ставки за кредитами на міжбанку у попередньому періоді, знижують темп зростання ІСЦ у поточному періоді. Такий обернений зв'язок між ставкою за кредитами на міжбанку у попередньому періоді та ІСЦ у поточному періоді виглядає цілком логічним і обґрунтованим. Крім того, зміна облікової та міжбанківської кредитної ставки суттєво впливають на зміну поточної дохідності ОВДП.

Як бачимо з імпульсних графіків, вплив облікової ставки, міжбанківської кредитної ставки та обсягу кредитування на ІСЦ характеризується довгостроковістю.

Аналіз графіків, наведених на рис. 2.7., показує досить істотну залежність динаміки ІСЦ, темпу зростання середньої зарплати та міжбанківської кредитної процентної ставки від інших факторів. Крім того, можна помітити, що для ІСЦ більшим є вплив міжбанківської кредитної ставки, а для темпу зростання зарплати – обсяг кредитів на міжбанку, в обидвох випадках – понад 20 %

загальної дисперсії. Зміна обсягу кредитів на міжбанку визначає близько 20% зміни у дохідності ОВДП.

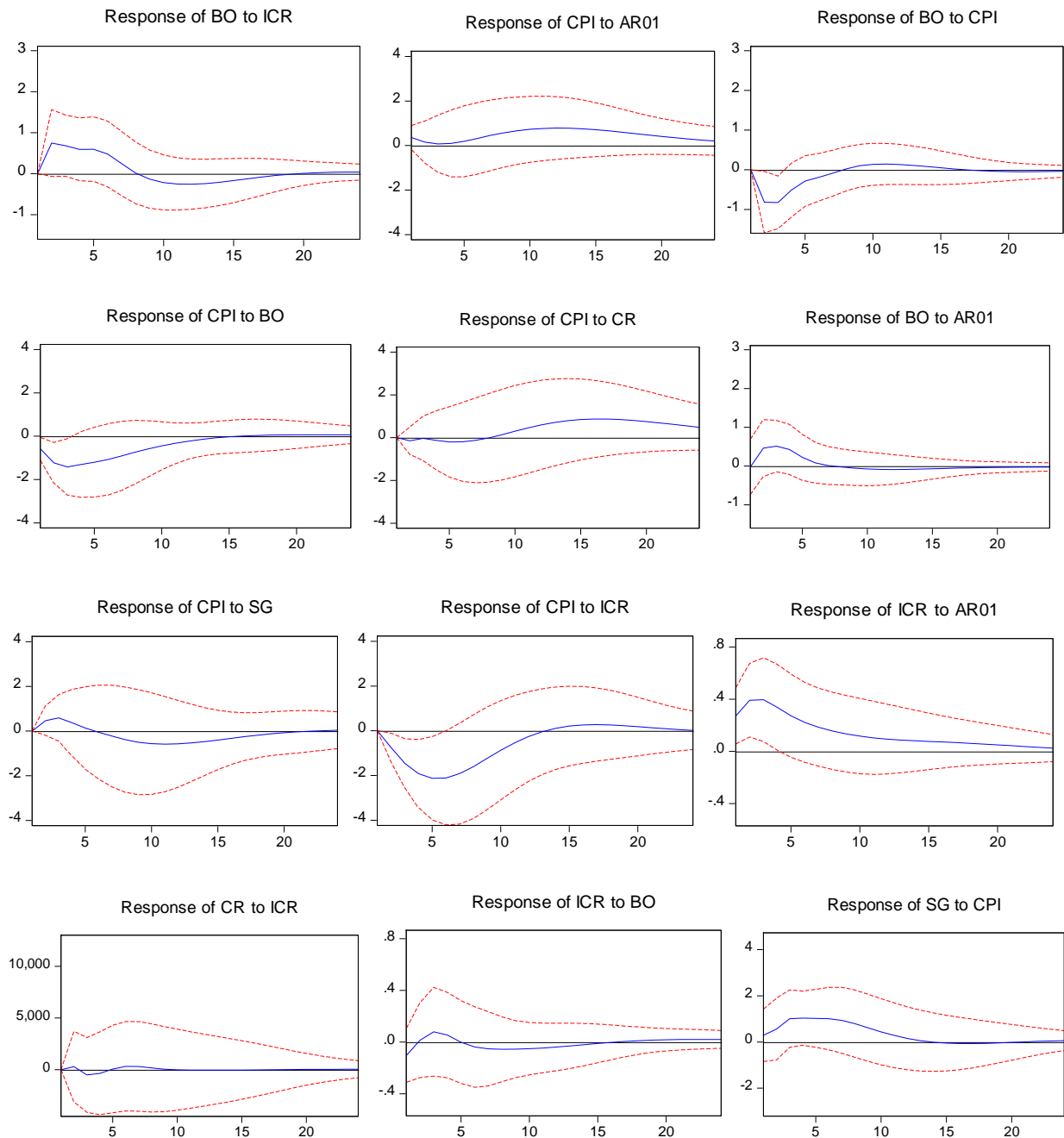


Рис. 2.7. Імпульсна функція відгуку для випадку аналітично розрахованих інтервалів довіри

Джерело: побудовано автором

Облікова ставка визначає понад 10% змін у міжбанківській кредитній ставці, обсягу кредитів на міжбанку та середній зарплаті. Зважаючи на суттєвий вплив міжбанківської кредитної ставки на ІСЦ, можна стверджувати, що

процентний канал грошово-кредитної політики характеризується щільним зв'язком між змінними.

Таблиця 2.11

Значення декомпозиції варіації для ІСЦ

Variance Decomposition of CPI:				
Period	AR	CR	ICR	SG
1	3,197	0,000	0,000	0,000
2	1,216	0,166	4,462	1,719
3	0,645	0,089	10,952	2,308
4	0,442	0,098	16,864	1,868
5	0,400	0,154	21,513	1,427
10	2,174	0,292	28,714	1,796
15	5,166	2,943	26,727	3,116
20	6,400	6,376	25,504	3,171

Джерело: розраховано автором

Як бачимо з наведених графіків на рис. 2.8., значення обсягу наданих кредитів на міжбанку зростає з перебігом часу, досягнувши понад 40% у варіації облікової ставки. Це можна пояснити врахуванням грошової маси, темпів її зростання та обсягу кредитування на міжбанку при встановленні облікової ставки.

Аналізуючи графік декомпозиції варіації для ІСЦ, можна стверджувати, що значення облікової ставки при варіації ІСЦ знижується з 3,2% у першому періоді до 0,4% у 5-му періоді. Після цього значення облікової ставки починає зростати, досягаючи 6,5% у варіації ІСЦ після 2 років. Це характеризує довгостроковий вплив облікової ставки на ІСЦ.

Значення міжбанківської кредитної процентної ставки у динаміці ІСЦ зростає з 0% у першому періоді до 25% після 7-го періоду. Відтак, процентна ставка за новими кредитами іншим депозитним корпораціям-резидентам є основним фактором впливу на динаміку ІСЦ. Натомість, вплив темпу зростання середньомісячної зарплати не є суттєвим у варіації ІСЦ.

З аналізу рисунку 2.8. можна зробити висновок, що оскільки в порядку декомпозиції змінна, що характеризує зростання зарплати, стоїть останньою, то

в першому періоді всі значення декомпозиції дисперсії для всіх інших змінних є нульовими.

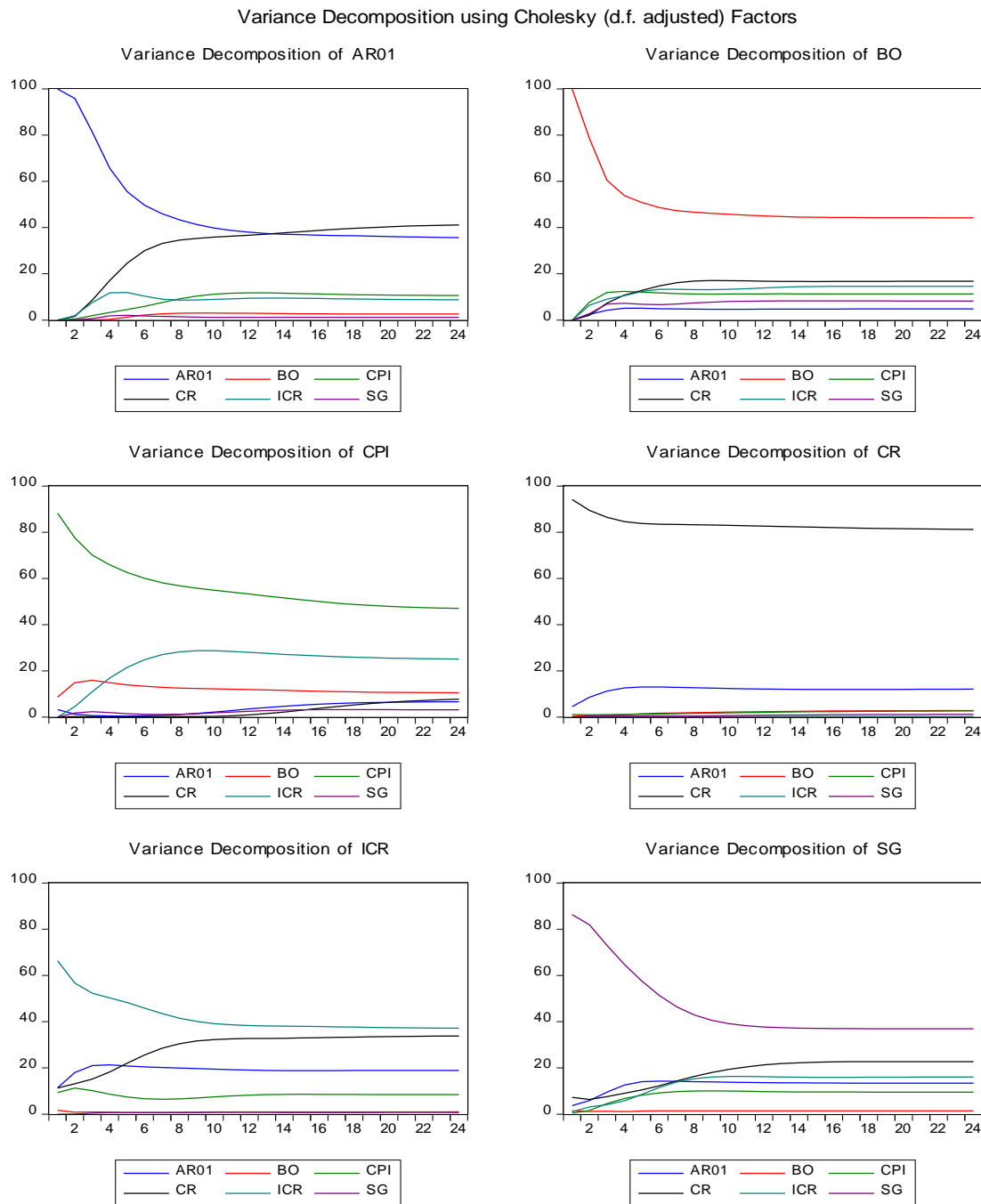


Рис. 2.8. Графічне відображення декомпозиції дисперсій оціненої VAR моделі

Джерело: побудовано автором.

Для облікової ставки, яка є першою у порядку, значення для інших змінних у першому періоді є нульовими (через накладені обмеження на параметри, що мають місце за перетворення приведеної форми у структурну).

Відповідно до результатів аналізу, найбільш суттєвими факторами зміни середня дохідність по ОВДП (15,9% у варіації ІСЦ у 3-му періоді) та процентна ставка за новими кредитами іншим депозитним корпораціям-резидентам (28,7% змін у динаміці ІСЦ у 9-му періоді).

Одним з інструментів грошово-кредитної політики Національного банку України є політика рефінансування, яка реалізується шляхом центральним банком кредитів комерційним банкам з метою підтримки їхньої ліквідності. Саме через кредитний канал відбувається вплив на банківський сектор, шляхом надання банкам кредитів у порядку рефінансування, а також через зворотні операції з ліквідації надлишкової ліквідності, а саме через розміщення депозитних сертифікатів та придбання цінних паперів на відкритому ринку.

На нинішній день НБУ використовує такі механізми рефінансування: через постійно діючу лінію рефінансування (кредити овернайт); шляхом проведення тендеру з підтримання ліквідності банків; шляхом проведення операцій своп та операцій репо. У таблиці 2.12 представлено динаміку обсягів рефінансування НБУ комерційних банків у розрізі основних механізмів його здійснення.

Таблиця 2.12

Механізм та обсяги рефінансування Національним банком України комерційних банків

Дата	Механізми підтримання ліквідності банків				
	загальний обсяг наданих коштів	через постійно діючу лінію рефінансування (кредити овернайт)		шляхом проведення тендеру з підтримання ліквідності банків	
		обсяг наданих коштів	Питома вага кредитів овернайт, %	обсяг наданих коштів	Питома вага кредитів наданих на тендерах, %
	<i>млн. грн.</i>	<i>млн. грн.</i>	%	<i>млн. грн.</i>	%
2011	5227,8	2003,2	38,32%	3224,6	61,68%
2012	40446,2	28584,0	70,67%	11962,3	29,58%
2013	33581,3	19770,4	58,87%	13799,3	41,09%
2014	149890,7	95202,3	63,51%	55566,4	37,07%
2015	61412,3	49248,7	80,19%	12164,0	19,81%
2016	51265,3	18393,7	35,88%	32377,7	63,16%
2017	41258,9	22933,2	55,58%	12799,3	31,02%
2018	181172,8	144604,3	79,82%	36568,5	20,18%

Джерело: складено автором за матеріалами офіційних даних Національного банку України.

З таблиці 2.12 видно, що загальні обсяги рефінансування НБУ банків України за аналізований період зросли з 5227,8 у 2011 до 1817172,8 млрд. грн. у 2018 році, хоча у 2014 році також спостерігається значна активність (значення цього показника було зафіксовано на рівні 149890,7 млн. грн.), що було зумовлено загостренням кризових процесів та посиленням необхідності у підтримці ліквідності банківських установ за рахунок механізмів рефінансування.

При цьому не завжди надані кредити рефінансування ефективно використовувалися та позитивно впливали на діяльність банків [31]. За даними НБУ, найбільше кредитів рефінансування в 2014 р. отримали державні банки. Саме у цей період мало місце значне посилення девальваційних процесів, курс «чорного» ринку значно перевищив офіційний, відображаючи реальний гривневий попит на валютному ринку [31].

Більше за інших отримав найбільший банк країни – ПАТ «КБ «Приватбанк» – приблизно 20 млрд. грн., АТ «Дельта банк» отримав протягом року більше 10 млрд., але все одно відчував труднощі, що стало причиною визнанням його неплатоспроможним. ПАТ «ВіЕйБі банк» отримав 5,5 млрд грн., ще 8,3 млрд. грн. – КБ «Фінансова ініціатива». Із цих коштів, наприклад, ПАТ «ВіЕйБі банк» виплачував депозити у листопаді 2014 р., але того ж місяця у нього ввели тимчасову адміністрацію [31]. Зокрема, про неефективність механізму рефінансування НБУ говорить той факт, що між датою останнього траншу і введенням тимчасової адміністрації часто проходить незначний проміжок часу (табл. 2.13).

Дослідження структури механізмів рефінансування демонструє зростаючу тенденцію до домінування у ній надкороткотермінових кредитів овернайт (з 38,32% у 2011 до 79,82% від загального обсягу рефінансування у 2018 році) та зниження тенденції рефінансування шляхом проведення тендеру з підтримання ліквідності банків (з 61,68% у 2011 до 20,18% у 2018 році відповідно). Це свідчить про спрямованість політики Національного банку щодо регулювання ліквідності банківської системи на її миттєву складову. Таким чином операції з

приводу рефінансування банків на нинішній день переважно мають короткостроковий характер, а попит на такі кредити зумовлений потребами комерційних банків у підтриманні власної ліквідності. Тому на такі кошти, отримані в порядку рефінансування, не доводиться розраховувати як на джерела довгострокових ресурсів, що виступає важливою проблемою, яка стримує процеси економічного зростання.

Таблиця 2.13

Приклади надання кредитів рефінансування НБУ банкам, які були виведені з ринку банківських послуг

Назва банку	Сума останнього траншу рефінансування, тис. грн	Період, від дати останнього траншу рефінансування до дати запровадження тимчасової адміністрації, днів
АТ «Брокбізнесбанк»	2000000	19
ПАТ «Банк Форум»	422000	78
ПАТ «Банк «Київська Русь»	59670	44
ПАТ «ВіЕйБі Банк»	1200000	42
ПАТ «Укрбізнесбанк»	152500	51
ПАТ «АКБ Банк»	52000	78
ПАТ «БГ Банк»	48000	79
ПАТ «Банк Камбіо»	12000	77
ПАТ «Діамантбанк»	251357	139
КБ «Хрещатик»	190000	39

Джерело: складено на основі [76].

Загалом такі кредити не сприяли ефективному виконанню функції компенсації відтоку депозитів в окремі періоди, а підживлювали короткотерміновий спекулятивний попит на валютному ринку. Доволі показовим є приклад, коли у 2015 році курс на міжбанківському валютному ринку в результаті здійснення стабілізаційних заходів було зафіксовано на рівні 25 грн/долар США, НБУ прийняв рішення про підвищення межі кредиту «овернайт» до рівня 100% обсягів резервів. Це призвело до додаткового рефінансування банків на суму 23 млрд. грн., внаслідок чого відбулась зміна курсу до 30 грн./долар США, що спричинило нестабільність обмінного курсу національної валюти. Більше того, якщо у кризові періоди центральні банки зарубіжних країн намагаються мінімізувати ціну рефінансування до нульової

позначки, то в Україні відбувається зворотна тенденція – процентні ставки рефінансування залишаються високими (таблиця 2.14).

Таблиця 2.14

**Процентні ставки рефінансування банків Національним банком
України, %**

Рік	Середньозважена процентна ставка за всіма інструментами	Процентні ставки за кредити, надані шляхом проведення тендера	Ставки за кредитами «овернайт»
2014	15,57	15,77	15,47
2015	25,22	24,70	25,21
2016	17,36	17,73	18,55
2017	15,92	15,72	16,03
2018	19,22	19,65	19,12
2019	18,35	17,50	19,71

Джерело: складено автором за матеріалами офіційних даних Національного банку України.

Все це потребує зміщення акцентів в кредитно-емісійній діяльності НБУ на першочергове задоволення потреб реального сектору у фінансових ресурсах шляхом зменшення обсягів надходжень через валютний канал і розширення обсягів рефінансування банків, що дасть змогу здійснювати формування пропозиції грошей з урахуванням внутрішніх потреб економіки.

Здійснювати вплив на ліквідність банківського сектору НБУ може й шляхом проведення операцій на відкритому ринку, що також є одним з інструментів грошово-кредитної політики.

Національний банк України, здійснюючи операції відкритого ринку, безпосередньо впливає на ключові показники, що характеризують стан банківської системи: ліквідність та процентні ставки. Різні інструменти операційного регулювання грошово-кредитного ринку Національного банку більшою або меншою мірою впливають на ставки міжбанківського ринку, пропозицію кредитних ресурсів та курс національної грошової одиниці відносно іноземних валют. Зазначені вище змінні впливають на роздрібні ставки на фінансовому ринку, інвестиції, заощадження, споживання, чистий

експорт і, як наслідок, на темпи зростання ВВП, інфляцію, рівень безробіття та платіжний баланс.

На вторинному ринку Національний банк України проводить операції з ОВДП, які пов'язані з регулюванням ліквідності комерційних банків і впливають на грошову масу. Такий вплив справляється через укладення угод з купівлі чи продажу ОВДП як на біржовому, так і позабіржовому ринках. У зв'язку з цим НБУ формує портфель ОВДП, що перебувають у його власності, і підтримує стан портфеля на відповідному рівні ліквідності.

Як бачимо з таблиці 2.15., НБУ розпочав активно здійснювати операції з купівлі-продажу державних цінних паперів лише з 2008 року. До цього НБУ віддавав перевагу рефінансуванню комерційних банків. Варто відмітити, що загальний обсяг операцій з розміщення державних цінних паперів знизився з 85 281 млн. грн. у 2008 році до 73 056 млн. грн. у 2009.

Таблиця 2.15

**Обсяг операцій з розміщення державних цінних паперів
на відкритому ринку (млн. грн.)**

Рік	Усього	Операції з розміщення цінних паперів			
		купівля-продаж		рефінансування банків Національним банком України, включаючи угоди прямого репо	угоди зворотного репо
		на біржовому ринку	на позабіржовому ринку		
2005	20 336	–	–	517	2 300
2006	34 818	–	–	1 528	–
2007	54 279	–	–	607	–
2008	85 281	6 568	2 000	39 412	–
2009	73 056	3 862	33 266	4 206	–
2010	275 056	20 673	28 396	748	2 005
2011	411 748	10 426	17 036	28 549	1 599
2012	638 573	4 443	36 748	88 789	–
2013	607 153	–	46 583	65 047	–
2014	763 250	137 639	25 850	165 347	–
2015	309 691	93 529	–	63 662	–
2016	178 076	–	–	18 131	–
2017	195 435	–	2 543	33 544	–
2018	312 149	–	–	84 694	–

Джерело: складено автором за матеріалами офіційних даних Національного банку України.

Цікаво, що у 2009 році, обсяг операцій з розміщення цінних паперів на біржовому ринку знизився до 3862 млн. грн. з 6568 млн. грн. у 2008 році. Натомість, в умовах світової фінансової кризи обсяг операцій з розміщення державних цінних паперів на позабіржовому ринку зріс з 2000 млн. грн. у 2008 р. до 33266 млн. грн. у 2009 році. Обсяг операцій з купівлі-продажу державних цінних паперів на відкритому ринку досягнув максимуму у 2012 році в розмірі 763 250 млн. грн., впавши до 178 076 млн. грн. у 2016 році. Починаючи з 2016 року, обсяг операцій з розміщення державних цінних паперів на відкритому ринку зростає. У 2018 році цей обсяг фактично подвоївся порівняно з попереднім роком.

Крім державних цінних паперів, НБУ проводить також операції з депозитними сертифікатами, обсяги яких і процентні ставки за ними наведено у таблиці 2.16.

Таблиця 2.16

Обсяг операцій з мобілізації коштів банків шляхом розміщення депозитних сертифікатів (млн. грн.)

Рік	Загальний обсяг залучених коштів	Через постійно діючу лінію проведення тендерів з розміщення депозитних сертифікатів овернайт		Шляхом проведення тендерів з розміщення депозитних сертифікатів	
		обсяг залучених коштів	процентна ставка	обсяг залучених коштів	середньозважена процентна ставка
		млн. грн.	%	млн грн	%
2014	1 472 737,0	1 275 196,0	5,1	197 821,0	8,7
2015	2 849 235,0	1 993 041,0	17,6	856 194,0	21,4
2016	2 946 856,0	1 757 732,0	15,1	1 189 124,0	17,8
2017	2 667 036,0	1 582 246,0	11,2	1 084 790,0	13,3
2018	2 898 928,0	1 909 713,0	15,1	989 215,0	17,1
2019	3 373 234,0	2 624 509,0	15,5	748 725,0	17,6

Джерело: складено автором за матеріалами офіційних даних Національного банку України.

За результатами аналізу результатів проведення операцій Національного банку України з мобілізації коштів банків шляхом розміщення депозитних сертифікатів бачимо, що незважаючи на падіння обсягу операцій у 2017 році на

279 820 млн. грн., загалом простежується тенденція до зростання обсягу операцій з розміщення депозитних сертифікатів.

Операції з купівлі-продажу державних цінних паперів та активне використання депозитних сертифікатів для мобілізаційних заходів, що відіграють на сьогоднішній день ключову роль у процесі емісії гривні, спрямовано переважно на вирішення проблем фінансування бюджету, а не всієї економіки. Для виправлення ситуації для операцій на відкритому ринку слід використовувати не тільки ОВДП, а й облігації, випущеними іншими банками та інститутами розвитку для фінансування інвестиційних проектів (як це робиться розвиненими країнами) із використанням усіх інструментів нагляду й контролю, щоб заблокувати можливість нецільового використання коштів (зокрема перенаправлення їх на валютний ринок).

Грошова емісія сама по собі не може слугувати джерелом економічного зростання, але й сукупний приріст кредитних вкладень та грошової маси має обмежуватись з урахуванням ресурсних можливостей і потреб національної економіки [188].

Для гнучкішого реагування на зміни стану ліквідності банківської системи України Національний банк запроваджує зміни в операційний дизайн монетарної політики з 11 січня 2019 року.

Від попереднього операційного дизайну, який діяв з березня 2016 року, новий дизайн має дві відмінності [69]:

- по-перше, НБУ відновлює розміщення 3-місячних депозитних сертифікатів.

- по-друге, НБУ розміщуватиме депозитні сертифікати на 14 днів не щоденно, а два рази на тиждень: у вівторок та четвер.

НБУ припинив розміщення 3-місячних депозитних сертифікатів у лютому 2016 року у зв'язку з поверненням Міністерства фінансів на внутрішній ринок короткострокового державного боргу. Але, оскільки наразі Міністерство фінансів не здійснює розміщення 3-місячних ОВДП, а строки угод на міжбанківському кредитному ринку зазвичай не перевищують два тижні,

формування гривневої на відповідному відрізку кривої дохідності не відбувається. Це ускладнює процес ціноутворення для інших інструментів, зокрема валютних форвардів [69].

Розміщення 3-місячних депозитних сертифікатів має виправити таку ситуацію, сприяти формуванню кривої дохідності та підвищити ефективність трансмісійного механізму монетарної політики НБУ.

Таким чином, реалізація монетарного режиму інфляційного таргетування в Україні супроводжується обмежувальною грошово-кредитною політикою, яка передбачає стримування процесів зростання грошової маси та встановлення високих процентних ставок за активними і пасивними операціями НБУ. Проте, зростання дохідності за ОВДП та депозитними сертифікатами НБУ не сприяє банківському фінансуванню реального сектору економіки.

Важливе місце у механізмах забезпечення стабільності грошової одиниці мають інструменти валютно-курсової політики, зокрема управління золотовалютними резервами та валютні інтервенції, завдяки яким відбувається дія валютного каналу трансмісійного механізму грошово-кредитної політики. Ці питання більш детально розглянемо у наступному підрозділі нашого дослідження.

2.3. Особливості функціонування валютного каналу трансмісійного механізму грошово-кредитної політики НБУ

Валютний канал трансмісійного механізму грошово-кредитної політики відображає вплив останньої на обсяг виробництва та рівень цін через зміну обмінного курсу національної грошової одиниці. При зростанні грошової маси, рівноважний рівень процентної ставки знижується, що знижує попит на національну валюту з боку нерезидентів. Це веде до девальвації національної грошової одиниці, а відповідно відбувається здешевлення вітчизняних товарів порівняно із імпортними, що призводить до зростання чистого експорту, а відтак сприяє збільшенню сукупного попиту і обсягу виробництва. У разі

ревальвації вказані процеси набувають зворотної спрямованості, тобто при зміцненні курсу вітчизняні товари стають дорожчими порівняно з імпортними, що спричиняє зниження сукупного попиту і чистого експорту.

Схематично, валютний канал можна зобразити наступним чином: грошова маса↑ → внутрішня відсоткова ставка ↓ → обмінний курс національної валюти ↓ → чистий експорт ↑ → виробництво↑ [4].

Валютний канал трансмісійного механізму діє за допомогою проведення операцій на валютному ринку, в результаті яких центральний банк також може здійснювати регулювання грошової маси в обігу, підтримуючи відповідну стабільність національної валюти. Виступаючи на валютному ринку в ролі покупця, центральний банк випускає в обіг додатковий обсяг національних грошей і за них купує іноземну валюту, а виступаючи в ролі продавця іноземної валюти, вилучає кошти в національній валюті з обігу. Але для здійснення таких операцій та забезпечення їхньої ефективності необхідно мати відповідні повноваження та достатній розмір валютних резервів [27, с. 53].

Для аналізу валютного каналу трансмісійного механізму потрібно спершу проаналізувати динаміку обмінного курсу гривні та валютно-курсову політику НБУ. Динаміка курсу гривні щодо долара США зображено на рисунку 2.9. Як видно з рисунку, уряд підтримував фіксований курс гривні щодо долара США до початку 2014 року.

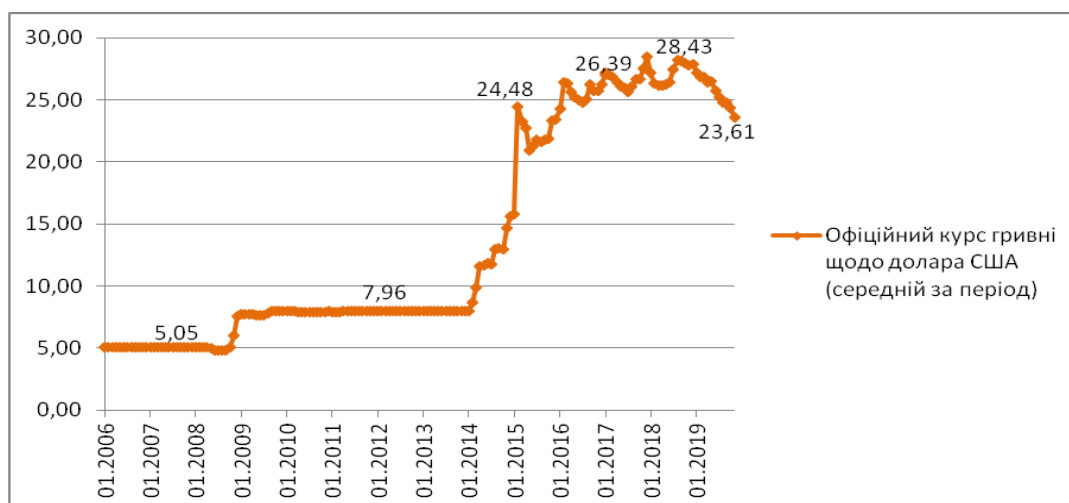


Рис. 2.9. Динаміка офіційного курсу гривні щодо долара США

Джерело: складено автором за матеріалами офіційних даних Національного банку України.

Як видно з рисунку 2.10., девальвація гривні завжди простежувалась на фоні економічних криз та зниження експорту. Перша девальвація гривні відбулась у 1998-1999 рр., внаслідок азійської фінансової кризи, що перекинулась на інші країни, в тому числі Україну та Росію. Девальвація в кінці 2008 року відбулась через початок світової фінансової кризи 2008-2009 рр. Наступна значна девальвація відбулась на фоні Революції Гідності та початку війни на Сході України. У всіх трьох випадках, кризи супроводжувались значним падінням експорту товарів, що знижувало резервні активи НБУ.

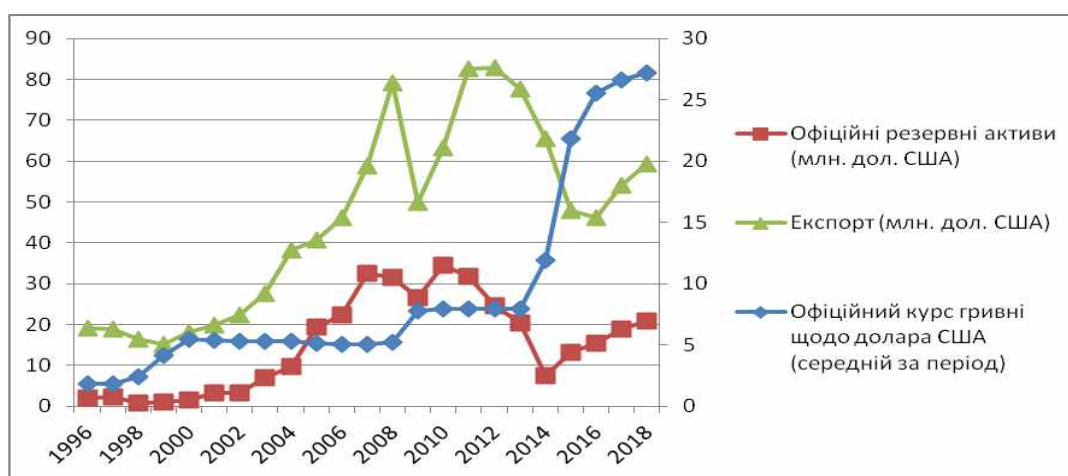


Рис. 2.10. Динаміка експорту України та офіційних резервних активів НБУ

Джерело: складено автором за матеріалами офіційних даних Національного банку України,

Зокрема, у 2014 році ключовим чинником формування кон'юнктури грошового ринку стала девальвація гривні. Відмова від практики утримання валютного курсу у фіксованих межах, які були якорем стабільності цін і передбачали домінуючу роль валютного каналу емісії, не була доповнена системними діями Національного банку щодо переходу до іншого якоря стабільності за рахунок оптимізації використання інших каналів та інструментів регулювання ліквідності, а також виваженими заходами валютної політики. Це порушило монетарне підґрунтя для забезпечення стійкої динаміки валютного курсу і безпечних темпів інфляції. Відсутність зрозумілих, прозорих та системних дій в сфері валютної політики підривали довіру до Національного

банку. Його дії в частині адміністративних заходів і валютних інтервенцій виявилися непослідовними і мало результативними. У 2014 році обмінний курс гривні до долара США на міжбанківському ринку знизився на 93,5% – до 15,77 грн./дол. США. Обсяг міжнародних резервів скоротився з 20,4 до 7,5 млрд. дол. або на 63,1% (рис. 2.11.). Рівень споживчої інфляції склав 24,9%, суттєво перевищивши орієнтир, передбачений Основними засадами грошово-кредитної політики (19%). Темпи базової інфляції протягом року прискорились з 0,1% до 22,8%, ціни виробників зросли на 31,8%, що у сукупності відображує вплив девальвації національної валюти. Таким чином, економіка у 2014 році увійшла у фазу стагфляції, коли скорочення виробництва та зайнятості відбувається в умовах зростання цін. Різке знецінення гривні на тлі макроекономічної дестабілізації, а також неефективне здійснення монетарної і комунікаційної політики, відсутність системних заходів Національного банку України із забезпечення фінансової стабільності сформували зростаючі девальваційні очікування і спровокували зниження довіри до банківської системи, що призвело до значного скорочення обсягу депозитів. Вкладення у національній валюті скоротились на 56,5 млрд. грн. (на 13,4%), в іноземній – на 11,4 млрд. дол. США (на 36,9%) [92].

З початку 2014 р. національна валюта України значно девальвувала, цей процес був обумовлений: наростанням політичної напруженості, що живила панічні настрої; прискореними темпами зростання монетарних агрегатів у 2013 році внаслідок емісії під випуск ОВДП; дефіцитом платіжного балансу; скороченням припливу прямих іноземних інвестицій та падіння інвестиційних рейтингів України, що обмежує доступ до зовнішніх ринків капіталу; виводом капіталів з України внаслідок політичної нестабільності; зростанням державних боргів до більш ніж 40,0 % від ВВП на кінець 2013 року; негативними очікуваннями населення та підприємців; тривалою фіксацією курсу гривні на рівні, що не відповідав економічним показникам розвитку України [92].

У 2014 р. почалися обвальна девальвація національної валюти та стрімка інфляція, що було результатом суттєвих змін у кон'юктурі валютного ринку

України. Загострення конфлікту на Донбасі призвело до руйнівних наслідків для національного виробництва [57].

Наслідками девальвації національної валюти є: 1) зменшення числа іноземних компаній на території України; 2) зменшення припливу інвестицій; 3) від'ємне сальдо зовнішньоторговельного балансу; 4) ажіотажний попит на іноземну валюту; 5) збільшення обсягу заборгованості країни як на внутрішньому, так і на зовнішньому ринках; 6) скорочення золотовалютних резервів України.

Економічна політика попередніх років стала підґрунтям повномасштабної фінансової кризи 2014 року, яка привела до накопичення значних макроекономічних дисбалансів. Штучне утримання фіксованого валютного курсу вплинуло на економіку України, яка поступово втрачала свою зовнішню конкурентоспроможність, результатом чого стало зростання дефіциту платіжного балансу та скорочення золотовалютних резервів. Так, за даними Національного банку України міжнародні резерви станом на 01.01.2014 р. становили 20,4 млрд. у перерахунку в долари США, на 01.02.2014 р. – 17,8 млрд. дол. США, а станом на 01.01.2015 р. вони скоротилися до рекордного значення – 7,5 млрд. дол. США, але загалом до кінця 2019 року спостерігається зростаюча тенденція (рис. 2.11.).

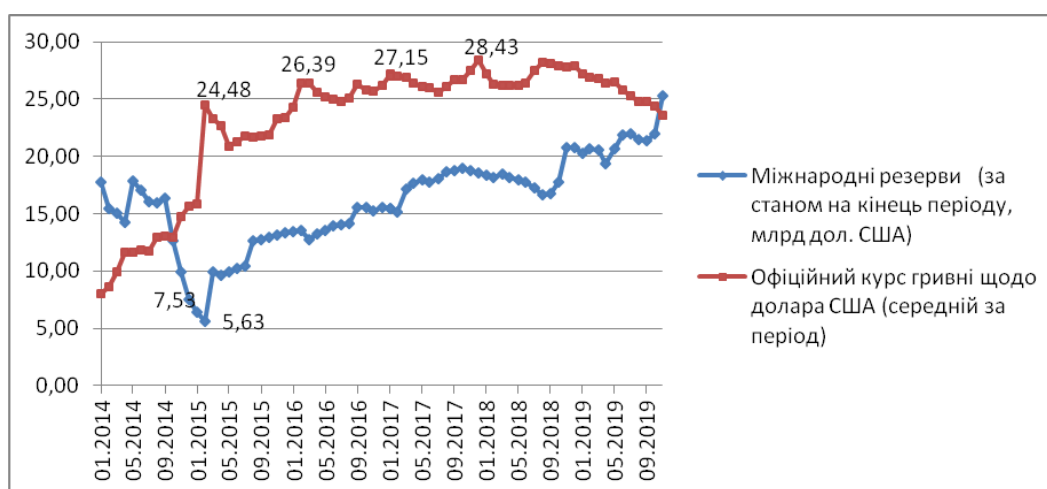


Рис. 2.11. Динаміка офіційного курсу гривні щодо долара США та офіційних резервних активів НБУ

Джерело: складено автором за матеріалами офіційних даних Національного банку України.

Після 2014 р. курс валют почав зростати непередбачуваними темпами. І лише транші МВФ змогли послабити темпи його росту, чим користувалися спекулянти валютного ринку, які відіграють не останню роль у впливі на коливання курсу валют. Спричинена недовіра до гривні серед українського населення привела до відмови від національної валюти на користь долара США, а також до не прогнозованих доходів спекулянтів і ще більшого падіння гривні [63].

У лютому 2015 р. Національний банк відмовився від політики фіксованого курсу, яка діяла від запровадження гривні, і перейшов до формування плаваючого курсу, який визначається на міжбанківському валютному ринку. Однак це спричинило девальваційний шок: 26 лютого 2015 р. курс гривні сягнув історичного мінімуму – понад 30 грн. за долар, а на тіньовому ринку досягав 40 грн. за долар. Проте згодом гривня зміцнилася.

Загалом за період із 01.01.2015 р. до 01.01.2016 р. офіційний курс національної валюти зріс з 1576,86 грн./100 дол. США станом на 01.01.2015 р. до 2 400,07 грн./100 дол. США станом на 01.01.2016 р. (рис. 2.11.).

Так, знецінення обмінного курсу гривні щодо долара США протягом січня-лютого прискорилося до 76%, а ІСЦ лише за квітень збільшився на 14,0%, а в річному вимірі досяг 60,9%.

Для зупинення стрімкого погіршення ситуації на грошово-кредитному ринку та зниження негативних очікувань щодо курсової та цінової динаміки Національний банк вжив рішучих заходів. Зокрема, було підвищено облікову ставку: 06.02.2015 р. – з 14% до 19,5%, а 04.03.2015 р. – до 30% річних. Метою цього рішення було зв'язати вільну ліквідність банків, щоб мінімізувати потенційний тиск на курс та ціни. Проте у вересні 2015 р. її знизили, і до кінця року вона вже становила 22%. Таким чином, процентні ставки, за задумом НБУ, повинні були стати інструментом не тільки антиінфляційної, а й валютної політики.

НБУ утримував національну валюту від знецінення шляхом продажу значних обсягів валюти – 13,2 млрд. дол. США (табл. 2.17), що спричинило

зменшення офіційних резервних активів на 36,9% до 7,5 млрд. дол. США, тобто до безпрецедентно низького рівня.

Невідповідна бюджетно-податкова політика, відсутність реформ в енергетичному секторі та доларизація боргу привели до збільшення прихованого складника дефіциту та підвищеної вразливості боргу до валютного ризику. Окупація Криму та ведення воєнних дій на сході країни разом із накопиченими дисбалансами суттєво порушили макрофінансову стабільність держави [63].

Нестача валютних резервів для зменшення коливання валютного курсу зумовила запровадження адміністративних обмежень на валютному ринку, про що свідчать дані стосовно готівкового валютного ринку (табл. 2.17). Так, у 2015 та 2016 рр. обсяг продажу валюти на готівковому валютному ринку становив лише 684 та 747 млн. грн. відповідно, що у кілька разів менше, ніж в інші роки, коли ці обмеження не діяли.

Таблиця 2.17

**Інтервенції Національного банку України та операції
на готівковому ринку у 2012-2018 рр.**

Показники	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Інтервенції Національного банку України, млн. дол.	-7 499	-3 146	-12265	-157	1 552	1 262	1 372
обсяг купівлі	4 366	1 115	981	2 047	2 458	2 271	3 174
обсяг продажу	11 864	4 261	13 246	2 204	906	1 009	1 802
Готівковий валютний ринок, млн.грн.	10 188	2 880	2 410	-1 548	-2 480	-2 138	-1 481
обсяг продажу	25 245	19 209	8 023	684	747	5 587	9 589
обсяг купівлі	15 058	16 330	5 613	2 232	3 227	7 725	11 070
Курс гривні до долара США, середній за період, грн за 100 дол. США	799	799	1189	2184	2555	2660	2720

Джерело: складено автором за [99].

У 2016 р. Національний банк затвердив «Стратегію валютних інтервенцій на 2016–2020 роки», яка визначила правила проведення операцій на міжбанківському валютному ринку в умовах режиму інфляційного таргетування. Завданнями здійснення інтервенцій на міжбанківському

валютному ринку України є [63]: накопичення міжнародних резервів; згладжування функціонування валютного ринку; підтримання трансмісії ключової процентної ставки як основного інструменту грошово-кредитної політики. Водночас, якщо в короткостроковому періоді ціль щодо досягнення цінової стабільності та завдання щодо накопичення міжнародних резервів суперечать одна одній, пріоритет надається досягненню цінової стабільності. Стратегією визначено такі форми валютних інтервенцій, як: валютний аукціон; інтервенція за єдиним курсом; запит найкращого курсу, адресна інтервенція.

Впродовж 2016 р. Національний банк здійснював інтервенції переважно лише у формі валютних аукціонів, крім однієї інтервенції з купівлі іноземної валюти у квітні 2016 р. у формі інтервенції за єдиним курсом. Валютних інтервенцій у формі запиту щодо найкращого курсу та адресних інтервенцій протягом 2016 р. регулятор не здійснював. Чиста купівля валюти Національним банком через валютні інтервенції на міжбанківському ринку становила 1,6 млрд. дол. США. Проведення збалансованої політики валютних інтервенцій сприяло зниженню середньої місячної волатильності обмінного курсу гривні до долара США з 28,8% у 2015 р. до 6,2% у 2016 р. Чиста купівля валюти на міжбанківському валютному ринку та отримання третього траншу від Міжнародного валютного фонду в межах угоди про Механізм розширеного фінансування на суму 1 млрд. дол. США, а також надходження пов'язаного фінансування дали змогу збільшити обсяг міжнародних резервів до 15,5 млрд. дол. США (або 3,3 місяця імпорту майбутнього періоду) на кінець року. Таким чином, за рік міжнародні резерви збільшилися на 16,8%, або на 2,2 млрд. дол. США [63].

У 2017 р. змінилися тенденції на валютному ринку України. Так, на початку року валютний ринок перебував у стані підвищеної турбулентності через посилення попиту на іноземну валюту на тлі впливу низки тимчасових факторів. Це зумовило посилення девальваційного тиску на гривню. Середньозважений валютний курс за 2017 р. послабився і становив 2751,65 грн. за 100 дол. США

Національний банк, дотримуючись режиму гнучкого курсоутворення, не протидівав зміні курсових трендів, а виходив на ринок із валютними інтервенціями для згладжування функціонування ринку під час його розбалансування під впливом ситуативних факторів. Протягом 2017 р. Національний банк здійснював інтервенції переважно із придбання іноземної валюти на міжбанківському валютному ринку. Обсяг таких операцій становив сукупно 2270,8 млн. дол. США, сума продажу іноземної валюти на міжбанківському ринку –1008,5 млн. дол. США. Додатне сальдо валютних інтервенцій Національного банку за одинадцять місяців 2017 року становило 1262,3 млн. дол. США. Разом з отриманням траншів офіційного фінансування це дало змогу збільшити обсяг міжнародних резервів до 18.8 млрд. дол. США у грудні 2017 року.

Як можна побачити з рис. 2.12., продаж Національним банком України іноземної валюти перевищував купівлю ним валюти у періоди локальних піків девальвації. У лютому 2015 року середньомісячний курс гривні до долара США підвищився до 24,5 грн./дол., а інтервенції НБУ (продаж – купівля, млн. дол.) становили 506,6 млн. дол.

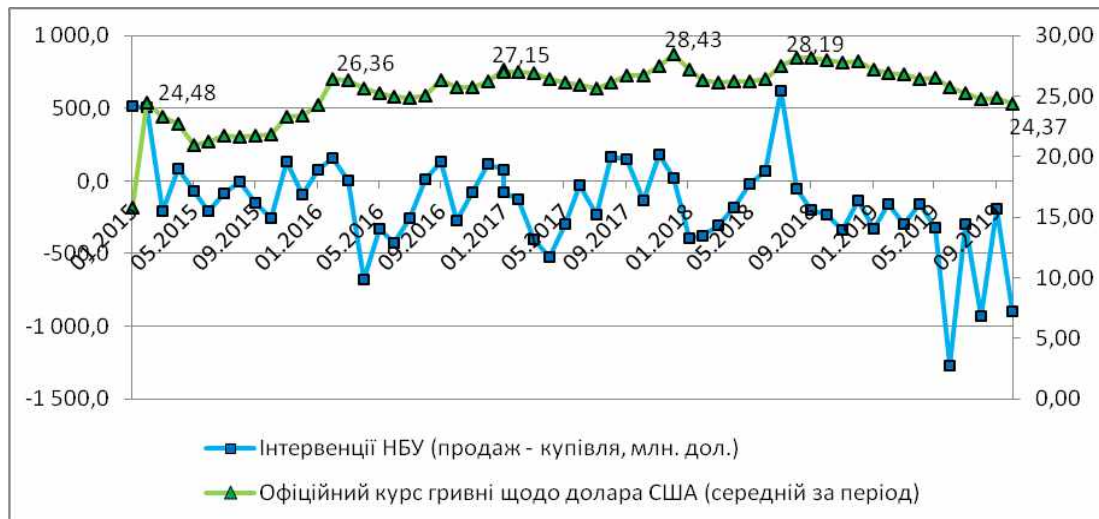


Рис. 2.12. Динаміка офіційного курсу гривні до долара США та інтервенцій НБУ.

Джерело: складено автором за матеріалами офіційних даних Національного банку України.

Востаннє продаж іноземної валюти Національним банком України перевищив її купівлю у серпні 2018 (621,3 млн. дол.), що відбулось напередодні девальвації гривні до 28,2 грн. дол. у жовтні 2018 року. З того часу відбувалась поступова ревальвація гривні щодо долара і середній курс національної валюти сягнув 24,4 грн./дол. у листопаді 2019 року. На фоні ревальвації гривні, НБУ проводив політику викупу надлишкової пропозиції іноземної валюти. Лише за листопад 2019 року НБУ викупив іноземної валюти на суму 897,8 млн. дол. США. Загалом, інтервенції НБУ проводив з метою згладжування надмірних коливань курсу національної валюти, продаючи валюту в періоди девальвації та купуючи її в періоди ревальвації.

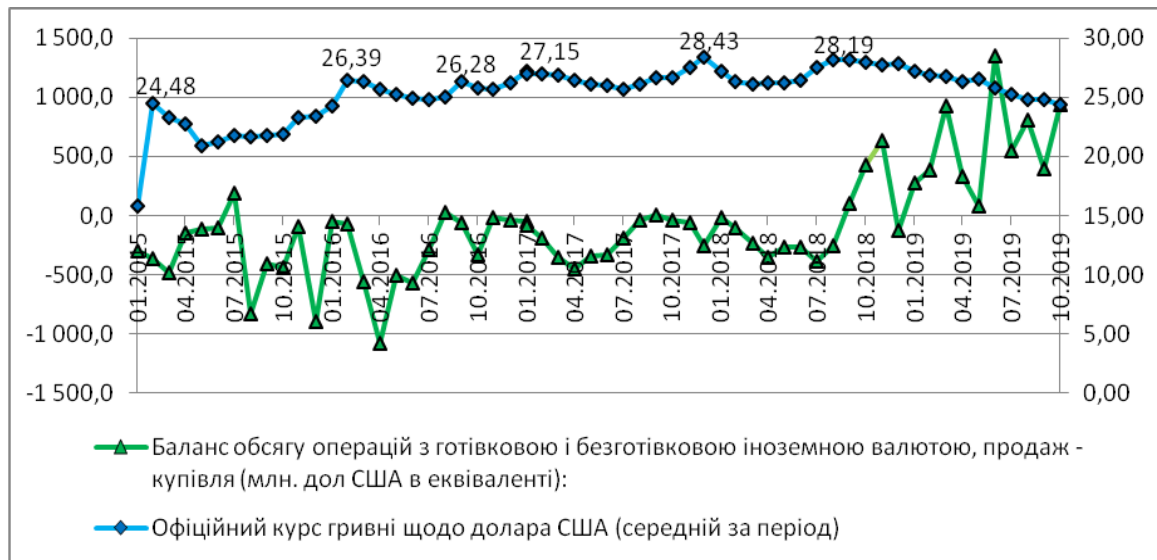


Рис. 2.13. Динаміка офіційного курсу гривні до долара США та балансу обсягу операцій з готівковою і безготівковою іноземною валютою.

Джерело: складено автором за матеріалами офіційних даних Національного банку України.

Як бачимо з рис. 2.13., до жовтня 2018 року загалом простежувався негативний баланс обсягу операцій з готівковою і безготівковою іноземною валютою, тобто клієнти більше купували іноземної валюти, ніж продавали. Починаючи з жовтня 2018 року простежується перевищення продажу іноземної валюти на готівковому та безготівковому ринку (крім інтервенцій НБУ) над її купівлю. Інакше кажучи, протягом 2019 року гривня ревальвувала через перевищення її пропозиції над попитом.

За даними рис. 2.14. спостерігається підвищення облікової ставки до 30% станом на 4 березня 2015 року. Це посприяло певній ревальвації гривні і офіційний курс гривні щодо долара знизився з 24,5 грн./дол. у лютому 2015 року до 20,9 грн./дол. у травні того ж року. З квітня 2016 року по травень 2017 року спостерігалось зниження облікової ставки до 12,5%. На фоні цього зниження простежувалась тенденція до поступової девальвації національної грошової одиниці. Намагаючись досягти оголошеного таргету інфляції у 8%, НБУ підвищив облікову ставку з 12,5% у травні 2017 року до 18% з 7 вересня 2018 року. На цьому фоні, офіційний курс гривні щодо долара знизився з 28,2 грн./дол. у вересні 2018 року до 26,8 грн./дол. у березні 2019 року. Фактично, висока процентна ставка у 18%, що діяла з 7 вересня 2018 року до 26 квітня 2019 року, посприяла ревальвації гривні.

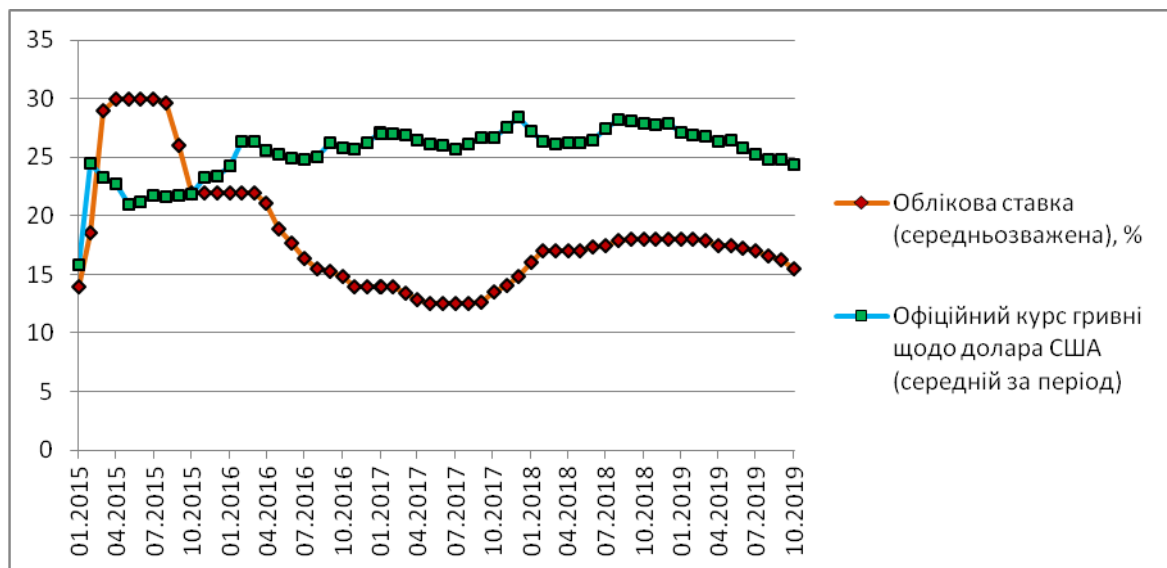


Рис. 2.14. Динаміка офіційного курсу гривні до долара США та облікової ставки НБУ (середньозваженої).

Джерело: складено автором за матеріалами офіційних даних Національного банку України.

Загалом, простежується обернена залежність між обліковою ставкою та офіційним курсом гривні щодо долара США з січня 2015 року по листопад 2019 року (рис. 2.15). Інакше кажучи, що вищою є облікова ставка, то нижчою є ціна долара США виражена у гривнях. Така закономірність є цілком природною, оскільки вища процентна ставка збільшує попит на активи в національній

валюти з боку нерезидентів та сприяє ревальвації національної грошової одиниці.

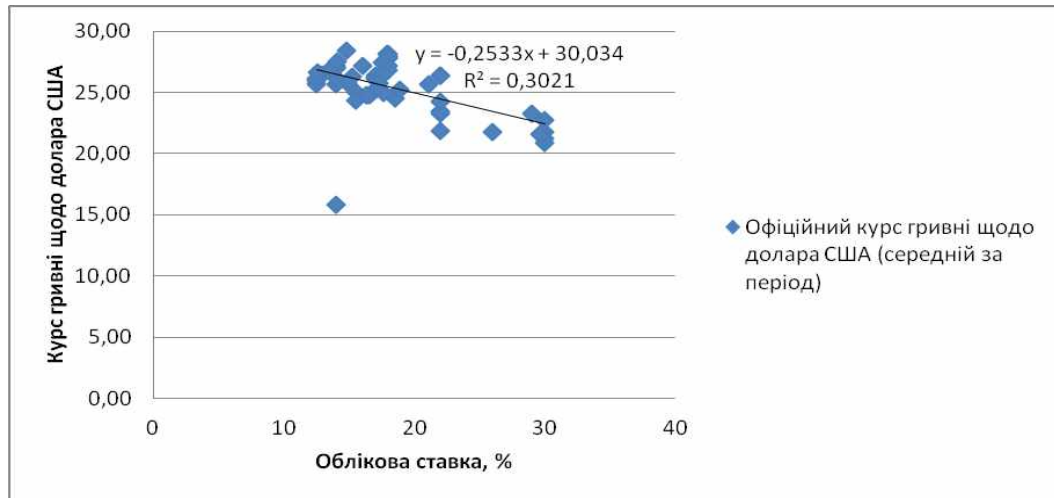


Рис. 2.15. Залежність між офіційним курсом гривні до долара США та обліковою ставкою НБУ (середньозваженою).

Джерело: розраховано автором.

Однак, коефіцієнт детермінації становить 0,3, а тому, лише 30% змін в офіційному курсі гривні щодо долара США можна пояснити змінами в обліковій ставці.

Аналізуючи залежність між процентною ставкою за новими кредитами іншим депозитним корпораціям-резидентам та офіційним курсом гривні щодо долара США доходимо висновку про обернену залежність між змінними.

Разом з тим, низьке значення коефіцієнта детермінації вказує на те, що зв'язок між змінними не є щільним. Лише близько 20% змін в офіційному курсі гривні щодо долара США можна пояснити змінами в міжбанківській кредитній процентній ставці (рис. 2.16).

Спробуймо з'ясувати вагомість впливу процентних ставок, міжнародних резервів, рівня інфляції, інтервенцій НБУ, балансу товарів і послуг та експорту на обмінний курс національної грошової одиниці з використанням математичних засобів. Одна з основних проблем, яка виникає при цьому, пов'язана зі зміною політики фіксованого обмінного курсу на політику плаваючого обмінного курсу. Тому доведеться обмежитися аналізом періоду з січня 2015 року по листопад 2019 року.

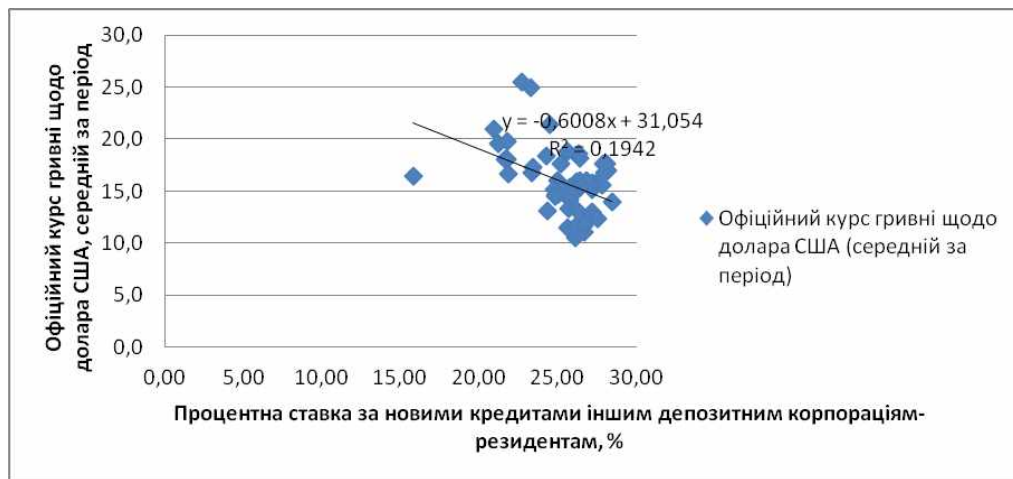


Рис. 2.16. Залежність між офіційним курсом гривні до долара США та процентною ставкою за новими кредитами іншим депозитним корпораціям-резидентам.

Джерело: розраховано автором.

Як свідчать отримані результати, Національний банк України мав певний вплив на формування офіційного курсу гривні щодо долара США. Значення коефіцієнтів кореляції Пірсона свідчать про існування оберненого зв'язку між обліковою ставкою та офіційним курсом гривні щодо долара США ($r = -0,549$, $\alpha = 0,001$). Цей зв'язок підтверджують і коефіцієнти рангової кореляції Спірмена та Кендала ($\rho = -0,3265$ та $\tau = -0,2112$), наведені у таблиці 2.18. Тобто, що вище значення облікової ставки, то нижча офіційна вартість долара виражена у гривнях. Інакше кажучи, гривня зміцнюється з підвищенням облікової ставки НБУ. Такий зв'язок виглядає достатньо природним, вища процентна ставка стимулює попит на національні активи з боку нерезидентів, і національна грошова одиниця ревальвує.

Водночас виявлено дуже слабкий зв'язок між інтервенціями НБУ та офіційним курсом гривні щодо долара США ($r = -0,135$), про що свідчать дані таблиці 2.19. Інакше кажучи, що більший обсяг продажу іноземної валюти Національним банком України, то нижча ціна долара США виражена у гривнях. Такий зв'язок виглядає достатньо обґрунтованим, так як НБУ продає іноземну валюту, збільшуючи пропозицію іноземної валюти, що знижує її курс. Такий

зв'язок підтверджують і коефіцієнти рангової кореляції Спірмена та Кендала ($\rho = -0,0147$ та $\tau = -0,0042$). Разом з тим, дуже низькі значення рангових коефіцієнтів кореляції свідчать про відсутність щільного зв'язку між змінними. Інакше кажучи, інтервенції НБУ допомагають стабілізувати курс гривні щодо долара, але вони не є визначальними при його формуванні.

Таблиця 2.18

Значення коефіцієнтів кореляції Пірсона (r), Спірмена (ρ) та Кендала (τ) між офіційним курсом гривні щодо долара США та його можливими факторами з 01.2015 по 11.2019

Показник	USD/UAH		
	Пірсона r	Спірмена ρ	Кендала τ
Облікова ставка (середньозважена), %	-0,5496	-0,3265	-0,2112
Дохідність ОВДП (середньозважена), %	0,3345	0,4727	0,3425
Процентні ставки за новими кредитами іншим депозитним корпораціям-резидентам, %	-0,4406	-0,3401	-0,2027
Міжнародні резерви (за станом на кінець періоду, млрд дол. США)	0,6710	0,5134	0,3781
ІСЦ до відп. місяця попереднього року	-0,7156	-0,3435	-0,2220
Інтервенції НБУ (продаж - купівля, млн. дол.)	-0,1356	-0,0147	-0,0042
Баланс обсягу операцій з готівковою і безготівковою іноземною валютою, продаж - купівля (млн. дол США в еквіваленті)	0,1947	0,2310	0,1555
Баланс товарів і послуг, млн. дол. США	-0,4915	-0,4080	-0,2711
Експорт товарів і послуг, млн. дол.	0,4350	0,4513	0,3200

Джерело: розраховано автором

Крім того, виявлено помірний обернений зв'язок між процентними ставками за новими кредитами іншим депозитним корпораціям-резидентам та офіційним курсом гривні щодо долара США ($r = -0,4406$) (табл. 2.18). Інакше кажучи, з підвищенням міжбанківської кредитної процентної ставки, знижується вартість долара США виражена у гривнях, тобто відбувається зниження стабільності гривні. Коефіцієнти рангової кореляції Спірмена та Кендала ($\rho = -0,3401$ та $\tau = -0,2027$) також вказують на не надто щільну обернену залежність між змінними.

Усі три коефіцієнти кореляції показують пряму залежність між міжнародними резервами НБУ та вартістю долара США виражену у гривнях.

Такий зв'язок спричинений зростанням міжнародних резервів НБУ протягом 2015-2019 рр. за рахунок продажу валюти експортерами товарів та послуг, а також програмою співробітництва з Міжнародним Валютним Фондом. Натомість, протягом аналізованого періоду відбувалась повільна девальвація гривні. Вважаємо такий зв'язок випадковим та, переважно, складеним за рахунок інших суттєвих факторів. Немає підстав вважати зростання ціни долара США виражену у гривнях передумовою зростання міжнародних резервів, чи навпаки.

Подібно, усі розглянуті коефіцієнти кореляції вказують на обернену залежність між офіційним курсом гривні щодо долара США та рівнем інфляції ($r = -0,7156$, $\rho = -0,3435$, $\tau = -0,2220$) (табл. 2.18). Тобто, з підвищенням рівня інфляції відбувається ревальвація гривні, хоча зростання рівня інфляції мало б робити вітчизняні товари відново дорожчими та знижувати попит на них, що призводило б до падіння експорту та девальвації гривні. Значення коефіцієнта кореляції свідчить про вагомий вплив інших факторів на динаміку обох змінних. Зокрема, в умовах криз 1998-1999 рр, 2008-2009 рр. та 2014-2015 рр. стрімка девальвація гривні поєднувалась з високими темпами інфляції.

Таблиця 2.19

Значення коефіцієнтів кореляції Пірсона (r) між офіційним курсом гривні щодо долара США та його лаговими можливими факторами

Показник	Коефіцієнт кореляції Пірсона				
		1 лаг	2 лаг	3 лаг	4 лаг
Облікова ставка (середньозважена), %	-0,550	-0,762	-0,754	-0,708	-0,635
Доходність ОВДП (середньозважена), %	0,334	0,317	0,267	0,218	0,134
Процентні ставки за новими кредитами іншим депозитним корпораціям-резидентам, %	-0,441	-0,618	-0,672	-0,685	-0,651
Міжнародні резерви (за станом на кінець періоду, млрд дол. США)	0,671	0,632	0,658	0,689	0,644
ІСЦ до відп. місяця попереднього року	-0,716	-0,812	-0,775	-0,728	-0,657
Інтервенції НБУ (продаж - купівля, млн. дол.)	-0,136	0,041	0,045	-0,013	-0,063
Баланс обсягу операцій з готівковою і безготівковою іноземною валютою, продаж - купівля (млн. дол США в еквіваленті):	0,195	0,204	0,149	0,095	0,013
Баланс товарів і послуг, млн. дол. США	-0,492	-0,557	-0,558	-0,537	-0,489
Експорт товарів і послуг, млн. дол.	0,435	0,427	0,432	0,418	0,358

Джерело: розраховано автором

Разом з тим, логічно припустити про лагову залежність офіційного обмінного курсу гривні від розглянутих змінних. Для аналізу зв'язку між змінними враховуючи лаги, обчислимо відповідні коефіцієнти кореляції.

Як бачимо з таблиці 2.19, обчислені коефіцієнти кореляції Пірсона вказують на посилення оберненого зв'язку між офіційним обмінним курсом гривні щодо долара США та лаговими значеннями облікової ставки. Інакше кажучи, підвищення облікової ставки у поточному місяці матиме довгостроковий вплив на вартість долара виражену в гривнях. Максимально щільним зв'язок між обліковою ставкою та офіційним курсом гривні є у першому лазі, з послабленням зв'язку у наступних.

Також, наведені обчислення свідчать про довгостроковий обернений вплив підвищення процентних ставок за кредитами іншим депозитним корпораціям-резидентам на офіційний курс гривні щодо долара. Фактично, підвищення міжбанківської кредитної процентної ставки стимулюватиме ревальвацію гривні впродовж наступних 4 місяців, а, особливо, через 2 місяці після їх підвищення.

Як свідчать результати наведені в таблиці 2.19., обчислені коефіцієнти кореляції Пірсона вказують на посилення оберненого зв'язку між офіційним обмінним курсом гривні щодо долара США та лаговими значеннями ІСЦ. Від'ємні значення коефіцієнтів кореляції Пірсона означають, що при зростанні рівня інфляції вартість долара виражена в гривнях знижується, тобто при зростанні рівня інфляції відбувається ревальвація гривні. Такий зв'язок вказує на наявність інших вагомих факторів впливу на динаміку змінних.

Абсолютні значення коефіцієнтів кореляції Пірсона між офіційним курсом гривні щодо долара США та інтервенціями НБУ є несуттєвими. Коефіцієнт кореляції Пірсона між офіційним курсом гривні та балансом операцій з готівковою та безготівковою іноземною валютою свідчить про пряму залежність між курсом гривні та обсягом операцій з валютою. Зокрема, зростання продажу іноземної валюти згідно з обчисленими коефіцієнтами призведе до зниження вартості долара вираженої у гривнях, хоча зростання

пропозиції валюти повинно знижувати її ціну. Зростання експорту товарів і послуг призводить до зростання ціни долара вираженої у гривнях. Загалом, простежується достатньо щільна пряма залежність між ціною долара США у гривнях та експортом товарів і послуг ($r = 0,435$). Таким чином, девальвація гривні стимулює експорт товарів і послуг.

Результати наведені в таблиці 2.20. свідчать про зростаючу залежність між офіційним курсом гривні щодо долара та лаговими значеннями облікової ставки. Фактично, зміна облікової ставки чинить довгостроковий вплив на зміну курсу гривні щодо долара. Зокрема, підвищення облікової ставки знижує вартість долара виражену у гривнях. Аналогічні результати спостерігаються і для міжбанківської кредитної процентної ставки.

Таблиця 2.20

Значення коефіцієнтів кореляції Спірмена (ρ) між офіційним курсом гривні щодо долара США та його лаговими можливими факторами

Показник	Коефіцієнт кореляції Спірмена				
	USD/UAH	1 лаг	2 лаг	3 лаг	4 лаг
Облікова ставка (середньозважена), %	-0,326	-0,398	-0,435	-0,469	-0,473
Дохідність ОВДП (середньозважена), %	0,473	0,336	0,260	0,219	0,148
Процентні ставки за новими кредитами іншим депозитним корпораціям-резидентам, %	-0,340	-0,391	-0,423	-0,448	-0,456
Міжнародні резерви (за станом на кінець періоду, млрд дол. США)	0,513	0,499	0,483	0,475	0,408
ІСЦ до відп. місяця попереднього року	-0,343	-0,349	-0,357	-0,363	-0,342
Інтервенції НБУ (продаж - купівля, млн. дол.)	-0,015	0,147	0,148	0,134	0,058
Баланс обсягу операцій з готівковою і безготівковою іноземною валютою, продаж - купівля (млн. дол США в еквіваленті):	0,231	0,296	0,227	0,153	0,039
Баланс товарів і послуг, млн. дол. США	-0,408	-0,471	-0,484	-0,461	-0,465
Експорт товарів і послуг, млн. дол.	0,451	0,474	0,500	0,477	0,378

Джерело: розраховано автором

Коефіцієнт кореляції Спірмена між офіційним курсом гривні щодо долара США та міжбанківською кредитною ставкою становить $\rho = -0,340$, а між

офіційним курсом гривні та міжбанківською кредитною ставкою у 4-му лазі $\rho = -0,456$. Фактично, на поточний курс гривні щодо долара США сильніше впливає процентна ставка на міжбанківському ринку 4 місяці тому, ніж поточна.

Обчислені значення коефіцієнтів кореляції Кендала (табл. 2.21) показують те, що й попередні коефіцієнти. По-перше, посилюється зв'язок між офіційним курсом гривні щодо долара та лаговими значеннями облікової ставки. По-друге, аналогічно, посилюється зв'язок між курсом гривні щодо долара США та міжбанківською кредитною ставкою. По-третє, посилюється зв'язок між лаговими значеннями ІСЦ та офіційним курсом гривні. По-четверте, зв'язок курсу гривні щодо долара США з інтервенціями НБУ є незначущим. По-п'яте, спостерігається зв'язок між зростанням експорту та девальвацією гривні щодо долара США.

Таблиця 2.21

Значення коефіцієнтів кореляції Кендала (ρ) між офіційним курсом гривні щодо долара США та його лаговими можливими факторами

Показник	Коефіцієнт кореляції Кендала, τ				
	USD/UAN	1 лаг	2 лаг	3 лаг	4 лаг
Облікова ставка (середньозважена), %	-0,211	-0,273	-0,315	-0,337	-0,338
Доходність ОВДП (середньозважена), %	0,343	0,239	0,168	0,137	0,085
Процентні ставки за новими кредитами іншим депозитним корпораціям-резидентам, %	-0,203	-0,264	-0,294	-0,308	-0,312
Міжнародні резерви (за станом на кінець періоду, млрд дол. США)	0,378	0,372	0,358	0,362	0,317
ІСЦ до відп. місяця попереднього року	-0,222	-0,257	-0,261	-0,267	-0,244
Інтервенції НБУ (продаж - купівля, млн. дол.)	-0,004	0,096	0,127	0,098	0,051
Баланс обсягу операцій з готівковою і безготівковою іноземною валютою, продаж - купівля (млн. дол США в еквіваленті):	0,155	0,204	0,165	0,104	0,028
Баланс товарів і послуг, млн. дол. США	-0,271	-0,334	-0,367	-0,331	-0,330
Експорт товарів і послуг, млн. дол.	0,320	0,340	0,356	0,333	0,257

Джерело: розраховано автором

Підсумовуючи, можна зробити висновок про те, що інтервенції НБУ суттєво не впливають на курс гривні щодо долара США. Натомість, помічено

обернений зв'язок між обліковою та міжбанківською кредитною ставками та курсом гривні щодо долара. Фактично, вплив грошово-кредитної політики на офіційний курс гривні щодо долара США проявляється через вплив процентних ставок на обмінний курс гривні. Канал валютного курсу поступово втрачає своє основне значення в трансмісійному механізмі грошово-кредитної політики в Україні, поступаючись місцем процентному каналу.

Висновки до розділу 2

1. Аналіз літературних джерел дає підстави стверджувати про відсутність єдиного цілісного підходу та методики оцінювання і аналізу стабільності грошової одиниці. У дисертації запропоновано науково-методичний підхід до її оцінювання з виділенням трьох етапів: підготовчого, розрахунково-аналітичного, рекомендаційного. Виокремлення у їх межах аналізу факторів і ризиків, організації і регламентації процесів забезпечення стабільності грошової одиниці сприяє пошуку та обґрунтуванню рішень і заходів, спрямованих на ліквідацію загроз та підвищення стабільності національної грошової одиниці.

2. Основними показниками, за допомогою яких здійснюється оцінка стабільності грошової одиниці, є такі: індекс споживчих цін, індекс цін виробників, базова інфляція споживчих цін, дефлятор ВВП, рівень монетизації ВВП, відношення зовнішнього боргу до ВВП, відношення сальдо поточного рахунку платіжного балансу до ВВП, рівень фінансової доларизації, узагальнюючий показник нестабільності грошової одиниці.

3. На основі ретроспективного аналізу впродовж 2014 – 2019 років виявлено поступову динаміку зниження показників індексу споживчих цін, індексу цін виробників, а також базової інфляції споживчих цін. При цьому спостерігається доволі істотна різниця між різними ціновими індексами, що зумовлено як незавершеністю процесу лібералізації цін, так і структурними особливостями вітчизняної економіки. Зниження приросту індексу споживчих

цін супроводжувалося досить високими рівнями індексу цін виробників промислової продукції, а також зростанням значень індексу-дефлятора ВВП, що свідчить про наявну активність інфляційних процесів та необхідність вжиття в Україні дієвих заходів антиінфляційної політики у напрямку зміцнення стабільності гривні.

4. На базі проведеного дослідження виявлено основні проблеми грошово-кредитної політики в контексті забезпечення стабільності національної грошової одиниці, серед яких: низький рівень незалежності НБУ; неналежна координація грошово-кредитної політики з бюджетно-податковою політикою держави; недостатня прозорість дій, слабка його підзвітність суспільству та надієва комунікаційна політика; недосконалий операційний дизайн грошово-кредитної політики; дисбаланси у політиці НБУ з рефінансування банків; недостатню ефективність наявного монетарного режиму та ін.

5. Здійснюючи рефінансування, НБУ активно використовує процентний канал впливу на стабільність грошової одиниці, інструментами якого виступають облікова ставка та ставки за кредитами рефінансування, середньозважений рівень яких має об'єктивно відображати вартість капіталу в країні. Однак на даний час в межах процентного каналу не відбувається належна трансформація імпульсів у формування об'єктивних цін на фінансові ресурси, про що свідчить відчутний розрив між середньозваженою ставкою рефінансування НБУ (13,5% у 2019 р.) та ставками кредитного ринку (18,35% у 2014 р.). Це є однією з головних причин завищення цін на кредитні ресурси банків порівно з динамікою зміни кредитів рефінансування, викликане зростанням кредитного ризику банків та його включенням до ціни кредиту з метою компенсації. Дослідження взаємозв'язку облікової ставки та інфляції за 2000 – 2019 рр. також підтверджує слабкий вплив процентної політики НБУ на діяльність банківської системи.

6. В процесі дослідження виявлено, що обов'язкові резервні вимоги, які активізують дію грошового каналу шляхом регулювання грошової бази, досі виконують лише технічну роль у процесах підтримки стабільності банківського

сектору, що потребує перегляду механізму реалізації даного інструмента та підвищення дієвості його впливу в довготерміновому періоді у напрямі сприяння за його допомогою залученню банками коштів переважно у національній валюті та збільшення їх строковості.

7. Через кредитний канал відбувається вплив на банківський сектор, шляхом надання банкам кредитів у порядку рефінансування, а також через зворотні операції з ліквідації надлишкової ліквідності, а саме через розміщення депозитних сертифікатів та придбання цінних паперів на відкритому ринку. Проведений аналіз структури рефінансування банків виявив зростаючу тенденцію до домінування у ній надкороткотермінових кредитів овернайт (79,82% від загального обсягу рефінансування у 2018 році). Такі кредити не сприяли ефективному виконанню функції компенсації відтоку депозитів в окремі періоди, а підживлювали короткотерміновий спекулятивний попит на валютному ринку. Все це потребує зміщення акцентів в кредитно-емісійній діяльності НБУ на першочергове задоволення потреб реального сектору у фінансових ресурсах шляхом зменшення обсягів надходжень через валютний канал і розширення обсягів рефінансування банків, що дасть змогу здійснювати формування пропозиції грошей з урахуванням внутрішніх потреб економіки.

8. Функціонування валютного каналу трансмісійного механізму грошово-кредитної політики відбувалось через здійснення валютних інтервенцій шляхом перевищення обсягів продажу валюти НБУ у періоди локальних піків девальвації, тоді як на фоні ревальвації регулятор проводив політику викупу надлишкової пропозиції іноземної валюти. За результатами дослідження зроблено висновок про суттєвий вплив валютного курсу на економічний стан країни, який переважно спричиняє інфляційні процеси через зростання цін, призводить до виникнення дисбалансів у фінансовій системі України, що негативно позначається на основних макроекономічних показниках.

Основні результати, одержані у другому розділі, опубліковано у працях [14, 15; 20; 205; 206; 208].

РОЗДІЛ 3

ПІДВИЩЕННЯ ЕФЕКТИВНОСТІ ПРОВЕДЕННЯ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ В УКРАЇНІ В КОНТЕКСТІ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ СТАБІЛЬНОСТІ НАЦІОНАЛЬНОЇ ГРОШОВОЇ ОДИНИЦІ

3.1. Зарубіжний досвід забезпечення стабільності грошової одиниці засобами грошово-кредитної політики

Забезпечення сталого розвитку економіки країни, стабільність фінансової системи та національної грошової одиниці значною мірою визначається дієвістю грошово-кредитної політики, яку провадить в країні центральний банк. Слід зазначити, що в межах грошово-кредитної політики реалізується широкий спектр заходів, спрямованих на ефективність застосовуваного монетарного інструментарію, дієздатність банківської системи, ефективність валютної політики. Тому значимість грошово-кредитної політики в економіці держави, особливості застосування її інструментів у напрямі забезпечення стабільності національної грошової одиниці, зумовлюють необхідність дослідження світового досвіду реалізації грошово-кредитної політики для впровадження ефективних заходів і механізмів, спрямованих на забезпечення та зміцнення стабільності національної грошової одиниці.

Грошово-кредитна політика як механізм економічного регулювання має свої цілі, які визначаються адекватно до характеру дій цього механізму, що позначається на виборі інструментів і заходів, спрямованих на забезпечення стабільності національної грошової одиниці. Тому центральними банками використовуються ті чи інші інструменти грошово-кредитної політики залежно від розвитку загальноекономічних процесів, цілей монетарної політики, часового періоду, історичного формування монетарного середовища в країні.

Залежно від типу грошово-кредитної політики, стадії розвитку економіки, стратегічні цілі грошово-кредитної політики у різних країн світу можуть мати різну змістовну наповненість, про що більш детально йдеться у підрозділі 1.1

даного дисертаційного дослідження. Звідси видно, що головні цілі центральних банків країн світу мають стратегічний характер, спрямовані здебільшого на підтримку стабільності національної грошової одиниці і економічного зростання.

Слід зазначити, що у кризовий та посткризовий період відбулася суттєва трансформація функцій центральних банків держав. Розуміння значних негативних наслідків, практичної відсутності стримувальних інструментів та значної неконтрольованості зародження і розвитку глобальних фінансово-економічних криз, уряди багатьох країн значно розширили функції центральних банків та змістили пріоритети їх діяльності з цінової стабільності до сприяння економічному зростанню і забезпеченню фінансової стійкості на фоні досягнення повної зайнятості (Австралія, Ізраїль, США, Словаччина, Швеція), сприяння стійкому економічному зростанню та економічній політиці уряду (Австралія, Грузія, Ізраїль, Швейцарія, Швеція, Словаччина, Туреччина, Угорщина, Чехія, Україна), досягнення стабільності банківсько-фінансової системи (Білорусь, Бразилія, Англія, Грузія, Вірменія, Польща, Ізраїль, Ісландія, Німеччина, Норвегія, Росія, Мексика, США, Швеція, Чехія, Україна), забезпечення ефективного функціонування платіжних систем (Німеччина, Росія, США, Вірменія, Чилі, Японія, Мексика, Польща, Швеція) [162].

Звичайно, що на практиці повною мірою забезпечити зміщення можливостей і завдань центробанків, а також реалізувати зазначені глобальні фінансово-економічні інтереси у різних державах вдалося в однаковій мірі не всюди, що засвідчує залежність грошово-кредитної політики уряду й від впливу низки інших чинників, а також дієздатністю альтернативних застосовуваних чи, навпаки, не використовуваних інструментів.

Так, головним інструментом грошово-кредитної політики Центрального банку Канади є зміна орієнтиру ставки овернайт – середньоринкової ставки, за якої основні фінансові інститути й великі корпорації здійснюють між собою взаємні позики на короткостроковий період. Зміни цього орієнтиру впливають як на обмінний курс канадського долара, так і на інші процентні ставки, рівень

яких визначається монетарними умовами функціонування канадської економіки [9].

Іншою процентною ставкою Банку Канади є ставка Bank Rate, що тісно пов'язана з орієнтиром ставки овернайт, за якою він видає одноденні позички фінансовим інститутам. Bank Rate – частина інтервалу, який має назву «операційна зона» для ставки овернайт. Ширина інтервалу становить 0,5%, а нижньою та верхньою межами є ставки, за якими центральний банк Канади надає позички на один день фінансовим установам [237]. Ставка Bank Rate дорівнює верхній межі операційної зони, а овернайт знаходиться посередині. Отже, основною метою грошово-кредитної політики є стримування інфляції на досить низькому рівні. Це, в свою чергу, зберігає здорову економіку, сприяє нормальному економічному зростанню та створенню робочих місць.

Аналогічно банку Канади здійснює забезпечення стабільності національної грошової одиниці Банк Англії, оскільки головною його ціллю є забезпечення цінової стабільності, а основним інструментом її досягнення – регулювання процентної ставки (bank rate). Цільовий рівень інфляції, що вимірюється Індексом споживчих цін, становить 2%, а відтак низький темп інфляції вважається важливим фактором, що сприяє збільшенню інвестицій у довгостроковій перспективі [221]. Банк Англії вивчає інфляційні тенденції в економіці, включаючи моніторинг ряду економічних змінних, таких як: рівень безробіття, довіра споживачів, вільні потужності в економіці, індекс обмінного курсу, ціни на житло, економічне зростання та ін. За результатами аналізу цієї статистики Банк Англії прогнозує ймовірність зростання чи падіння темпів інфляції.

Під час кризових ситуацій Банк Англії також застосував кількісне пом'якшення як інструмент грошово-кредитної політики, який передбачає придбання активів, наприклад державних облігацій на відкритому ринку для збільшення сукупної грошової маси та створення передумов для стимулювання кредитування та зростання інвестицій.

Банк Англії розробив два нові інструменти монетарної політики в кризовий період: дисконтне вікно (Discount Window Facility - DWF) і довгостроковий РЕПО (Long-term repos - LTRs). Дисконтне вікно використовується для проведення заставних свопів по видачі державних облігацій в обмін на великий перелік цінних паперів комерційних банків, що дає можливість обміняти низьколіквідні цінні папери на високоліквідні державні зобов'язання. Як наслідок, кредитні установи отримують додаткові ліквідні активи для здійснення своєї діяльності при проведенні операцій РЕПО з ЦБ Англії. Операції довгострокового РЕПО дають можливість кредитним організаціям отримувати грошові ресурси під заставу надійних цінних паперів, які поступаються в рейтингу урядовим облігаціям. Ці операції збільшують резерви банківської системи, контрольовані Банком Англії.

Відповідальність за проведення грошово-кредитної політики у США покладено на Федеральну резервну систему (ФРС), основна мета якої полягає у ефективному сприянні максимальній зайнятості, стійким цінам і помірним довгостроковим процентним ставкам" [193]. ФРС визначає стабільні ціни у вигляді дотримання довгострокової цілі у 2% інфляції - зміна загальних цін, виміряна за допомогою цінового індексу особистих споживчих видатків (Personal Consumption Expenditures (PCE) price index). При цьому монетарна політика може використовуватись для стабілізації коливань ділового циклу (чергування періодів економічного зростання з періодами рецесії) у короткостроковому періоді, хоча це провокує інфляцію у довгостроковій перспективі. Звичайним інструментом монетарної політики ФРС є орієнтація на ставку федеральних фондів (Federal funds rate) – міжбанківську процентну ставку за кредитами овернайт.

При цьому ФРС традиційно використовує два методи, для підтримки ставки федеральних фондів навколо цільового рівня:

1. Традиційно ФРС, насамперед, здійснює операції на відкритому ринку, що передбачає, купівлю цінних паперів США на вторинному ринку. Якщо ФРС купує цінні папери, то база резервування розширюється, а відповідно зростають

кредитні можливості банків. У випадку продажу ФРС цінних паперів зі свого портфеля відбуваються зворотні процеси. Пряма купівля цінних паперів використовується ФРС для проведення кількісного пом'якшення. Через велике збільшення резервів банків, викликане кількісним пом'якшенням, операції на відкритому ринку самостійно не можуть ефективно підтримувати цільовий рівень ставки федеральних фондів.

2. З жовтня 2008 року ФРС почала виплачувати проценти за резерви, які банки тримають у центральному банку. При цьому, процентна ставка сплачується як за обов'язкові, так і за надлишкові резерви банків.

ФРС переважно застосовує кредитування банків під заставу державних цінних паперів – державних облігацій і казначейських векселів. Центральний банк США досить активно здійснює рефінансування установ банків шляхом надання ломбардних кредитів через “дисконтне вікно”. За ломбардними кредитами встановлюється процентна ставка у розмірі ломбардної. Такі кредити не можуть бути використані на спекулятивні цілі або для фінансування інвестицій та інновацій. Грошові кошти, які отримані в межах даного кредиту, не можуть спрямовуватись на погашення заборгованості приватним кредиторам, фінансування позик на федеральному фондовому ринку, або використовуватися з метою уникнення придбання грошових коштів на інших фінансових ринках за дорожчою ціною.

У сучасних умовах ми бачимо перехід від використання прямих інструментів грошово-кредитної політики до непрямих. У розвинутих країнах, таких як Сполучені Штати, Німеччина, Швеція, Великобританія, найбільше значення надається інструментам процентної політики й операціям на відкритому ринку. Особливістю інструментів грошово-кредитної політики є те, що вони впливають на рівень інфляції з певною затримкою, лагом, тому центральному банку потрібно проводити політику, орієнтовану не на поточний, а на прогнозований майбутній рівень інфляції [120].

При забезпеченні стабільності національної грошової одиниці важливе місце займають резерви валютних ресурсів країни, які виконують роль

своєрідного буфера для нейтралізації дії зовнішніх збурень, що впливають як на рахунок поточних операцій, так і на фінансовий рахунок платіжного балансу. Використання таких ресурсів дозволяє нівелювати різкі стрибки обмінного курсу та пом'якшити негативний вплив операцій платіжного балансу на рівень внутрішніх споживчих або інвестиційних витрат. Крім того, резерви допомагають захистити банківську систему від вилучення позичкових капіталів внутрішнього чи зовнішнього походження. Таким чином, при зростанні масштабів транскордонного руху капіталів ризику, пов'язані з нестабільністю потоків міжнародних капіталів, підвищили альтернативну вартість недостатнього обсягу золотовалютних резервів.

Грошово-кредитну політику в Японії розробляє та проводить Банк Японії, головним завданням якого є стимулювання збалансованого розвитку економіки шляхом підтримання стабільності цін. Законодавством цієї країни визначено, що центробанк розробляє і проводить грошово-кредитну політику як незалежна інституція. Банк монопольно емітує банкноти, а обсяг емісії визначається міністерством фінансів та погоджується з урядом. Резерви центрального банку Японії складаються із золотого запасу, державних цінних паперів, комерційних векселів та іноземної валюти. Як фінансовий агент уряду ця уповноважена інституція здійснює керівництво державними фондами, займається валютно-фінансовою діяльністю, спрямованою на стабілізацію курсу національної валюти [148, с. 96].

Важливе значення має і світовий досвід реалізації грошово-кредитної політики у валютній сфері. Так в Україні до 2008 року застосовувався фіксований курс першого виду, і де-юре діяв режим плаваючого керованого обмінного курсу, а де-факто (із невеликими відхиленнями у часі) спостерігалася прив'язка до долара США. Прикладом іншого підходу є так званий режим *currency board* (валютне бюро), за якого здійснюється особливий устрій обмінного курсу, коли країна фіксує обмінний курс до певної так званої резервної валюти і здійснює стопроцентне забезпечення внутрішньої грошової пропозиції іноземною валютою. Такий режим був запроваджений у Гонконзі та

Аргентині (у 1990 р.), Естонії (у 1992 р.), Литві (у 1994 р.), Болгарії (1996 р.) та інших країнах [45, с. 92]. Крім того, заслуговує на увагу особливий валютний режим, запроваджений в європейських країнах, які ввели спільну валюту – євро, а також у Панамі та Еквадорі, де відмовилися від власних валют і використовують як законний засіб платежу долар США.

Вибір режиму таргетування валютного курсу обумовлений тим, що він є досить ефективним інструментом зменшення інфляції, стабілізації макроекономічного середовища та зміцнення довіри населення до національної економічної політики протягом процесу економічних реформ.

Успішний досвід використання механізмів та інструментів грошово-кредитної політики в європейських країнах обумовлено ефективною політикою Європейського центрального банку (ЄЦБ). Він виконує як класичні завдання центрального банку, так і завдання, характерні тільки для ЄЦБ: забезпечення цінової стабільності; провадження єдиної грошово-кредитної політики; встановлення валютного курсу; забезпечення функціонування платіжної системи; перевірка кредитних інститутів; випуск євробанкнот; оцінка економічної політики в Єврозоні [247].

Європейський центральний банк має цілком визначену провідну мету – гарантувати вартісну сталість Єврозони. Це означає, що рівень інфляції у середньостроковій перспективі не має перевищувати 2 %. Керуючись ст. 105 (І) Договору про Європейське Співтовариство, головне завдання ЄЦБ – втримати вартісну стійкість, «без шкоди для завдання з підтримки цінової стабільності, ЄЦБ має допомагати провадженню загальної економічної політики Співтовариства з тим, щоб досягти цілі ЄС: високий рівень зайнятості, стале та неінфляційне зростання, високий рівень конкурентоспроможності та конвергенції економік».

Грошово-кредитні рішення ЄЦБ приймає на базі широкого та всебічного аналізу ризиків цінової стабільності. Висока ефективність аналізу обумовлена застосуванням стратегії «двох опор». Таким чином, в основі стратегії грошово-кредитної політики ЄЦБ перебувають монетарне і інфляційне таргетування, які

спрямовані на підтримку цінової стабільності шляхом реагування на відхилення в динаміці зростання грошової маси від заздалегідь певних цільових показників і в опублікованих інфляційних прогнозах від оголошених цільових показників по інфляції.

Постійно діючі механізми монетарного регулювання ЄЦБ: резервний механізм ломбардного (овернайт) кредитування і депозитний механізм. ЄЦБ встановлює для першого механізму процентну ставку значно вище від ринкової процентної ставки, а для іншого – значно нижче від ринкової процентної ставки, тому їх розмір відповідають верхній і нижній межам процентної ставки по одноденним депозитам на грошовому ринку.

Основні операції за рефінансуванням кредитних організацій головним чином створені для забезпечення банківської системи ЄС достатньою ліквідністю. У цих цілях використовуються наступні інструменти: основні операції з рефінансування (MROs - main refinancing operations) строком до 14 днів; довгострокового рефінансування (LTROs - longer-term refinancing operations) від одного до трьох місяців; кредити під заставу (операції класу РЕПО); кредити "овернайт" (одночасні кредити) та ін. Європейський центральний банк встановлює за кредитами рефінансування найвищі ставки на грошовому ринку. Метою такої процентної політики є обмеження доступу до ліній рефінансування. А тому комерційні банки Єврозони повинні розглядати ці кредити як останню можливість регулювання своєї ліквідності.

Подібно до ЄЦБ Банк Словенії будує монетарну політику на двох опорах. Перша – це кількість грошей в обігу, або всі індикатори, що відображають динаміку агрегату M_3 як одного з ключових критеріїв для проведення монетарної політики. Окрім контролю за M_3 Банк Словенії здійснює моніторинг окремих його компонентів, особливо агрегату M_1 . До групи індикаторів, які пояснюють динаміку M_3 , входять: ліквідність банківської системи – її надлишкові резерви, а також векселі у національній валюті з терміном погашення менше одного року (так звана вторинна ліквідність); динаміка короткострокових процентних ставок; структура грошових агрегатів,

зокрема частка у них трансакційних грошей та інших активів; кредитна активність комерційних банків, зокрема співвідношення між кредитуванням кінцевого споживання та інвестицій. Друга опора – моніторинг таких економічних індикаторів, як платіжний баланс, процентні ставки за кордоном, обмінний курс, заробітна плата, діяльність уряду щодо контролю за цінами [38].

Відтак визначена стратегією система цілей Банку Словенії включає довгостроковий орієнтир інфляції, зростання грошового агрегату M3, збільшення обсягу ВВП і рівня заробітних плат, а також зниження дефіциту платіжного балансу та бюджетного дефіциту.

До середньострокового спрямування монетарної політики переходила також Республіка Казахстан [124]. Починаючи з 2002 року орієнтири грошово-кредитної політики визначаються Національним банком на 3 роки наперед із щорічним уточненням. Це пов'язано з досягненням в країні відносної макроекономічної стабільності, яка дає змогу прогнозувати та розробляти стратегічні напрями на більш тривалий період з врахуванням ситуації в економіці й на фінансових ринках [38]. На цей період подається також прогноз таких показників як ставка рефінансування; валові золотовалютні резерви Національного банку Республіки Казахстан; грошова база; грошова маса; депозити резидентів; кредити банків в економіці; середньозважена ставка за середньостроковими депозитами фізичних осіб і середньозважена ставка за кредитами юридичним особам.

Для України збалансування внутрішньої (інфляція) та зовнішньої (обмінний курс) складових стабільності грошової одиниці, на нашу думку, особливо корисним може бути підхід Чеської Республіки до формування монетарної стратегії. Після скасування прив'язки обмінного курсу крони у грудні 1997 року Чеський національний банк (ЧНБ) почав поступову переорієнтацію монетарної політики на контроль за інфляцією. Було сформовано монетарний режим, що адаптував досвід інфляційного таргетування індустриальних економік до умов розгортання інфляції та інституційних змін [38].

Зауважимо, що розглянутий вище монетарний режим забезпечує гнучкість монетарної політики завдяки: 1) ширині коридору коливань; 2) відсутності необхідності щорічного виконання таргету; 3) оголошенню „винятків” – ситуацій, які не вимагають відповідних дій центрального банку з метою проведення фактичного показника інфляції до цільового орієнтиру [81]. Серед них: значні коливання світових цін на сировину, енергоносії та інші товари; відчутні коливання обмінного курсу крони, не пов’язані з внутрішньою економічною ситуацією та монетарною політикою; значні зміни в умовах сільськогосподарського виробництва, що справляють вплив на ціни на сільськогосподарську продукцію; природні лиха та інші надзвичайні події, які впливають на ціни з боку попиту чи пропозиції; зміни регульованих цін вплив яких на базову інфляцію перевищує 1-1,5 процентного пункту; зміни непрямих податків.

Для досягнення цієї мети НБЧ використовує ефективний операційний механізм, що складається з таких інструментів: операції відкритого ринку; резервні вимоги; постійний механізм рефінансування; механізм рефінансування у надзвичайних ситуаціях.

Цікавим, на наш погляд, є досвід Нової Зеландії, яка в перші роки реалізації інфляційного таргетування поряд із встановленням цілей з інфляції встановлювала цілі досягнення валютної стабільності і високого рівня ліквідності банківської системи, який виступав проміжною ціллю грошово-кредитної політики.

Досягненню цієї цілі сприяли вільно плаваючий валютний курс і фінансування дефіциту державного бюджету за допомогою ринкових механізмів (емісії боргових облігацій). Контроль за обсягом ліквідності забезпечувався за рахунок операцій на відкритому ринку. На грошові ресурси на рахунках Резервного банку для розрахунків в банківській системі нараховувалися відсотки за процентною ставкою нижче ринкової з тим, щоб знизити бажання банків зберігати надлишкові резерви. Їх обсяг ніколи не

перевищував 0,1% загального обсягу депозитів, що зберігаються в банківській системі.

Важливою ланкою, що забезпечила ефективність сформованої системи, була інформаційна складова політики Резервного банку. Виявилось, що для формування спрямованого впливу на інфляцію зовсім не обов'язково вдаватися до використання інструментів грошово-кредитної політики, що змінюють рівні банківської ліквідності та валютного курсу. У більшості випадків виявляється достатнім представити пояснення позиції Резервного банку. Менеджмент комерційних банків розумів, що заходами грошово-кредитної політики Резервний банк буде домагатися оголошеного коригування грошово-кредитних умов, а отже, відповідної динаміки валютного курсу і процентної ставки. Тому одного оголошення офіційної позиції виявлялося достатнім для початку руху грошово-кредитних умов в потрібну сторону, часом зовсім позбавляючи Резервний банк від коригування грошово-кредитних інструментів. Це дозволяло мінімізувати негативний вплив певних факторів на фінансовий стан комерційних банків, пов'язаних з проведенням інфляційного таргетування.

Таким чином, досвід Нової Зеландії в сфері таргетування інфляції свідчить, що успішному його впровадженню нового режиму грошово-кредитної політики передували налагодження жорстких правових умов діяльності центрального банку, напрямків узгодженості монетарної і фіскальної політики (в перш) чергу боргової), а також порівняно довгий перехідний період, який передбачав досягнення цілей щодо забезпечення високого рівня ліквідності банківської системи та стабільності валютного курсу шляхом використання правила грошово-кредитної політики, яке, по суті, передбачало встановлення неоголошеного валютного коридору.

У 1990 р. Резервний банк Нової Зеландії першим застосував режим інфляційного таргетування. На даний час подібну політику здійснюють близько 40 країн світу, серед яких економічно розвинуті країни (Австралія, Швеція, Канада, Великобританія); країни, що розвиваються (зокрема Бразилія, Чилі, Мексика) і країни з новою ринковою економікою (Польща, Чехія, Словенія,

Угорщина) [160]. Останні запровадили режим інфляційного таргетування з перехідним періодом, тривалість якого варіюється залежно від поточного рівня інфляції, ступеня розвитку фінансових ринків, сучасного стану економіки, готовності суспільства й керівництва країни прийняти ідею інфляційного таргетування. У результаті вони досягли низької інфляції, сталих темпів економічного зростання, підняли довіру суспільства до економічної та монетарної влади.

Банк Норвегії, шляхом зміни відсоткової ставки за кредитами в іноземній валюті та умов надання валютних свопів може регулювати пропозицію іноземної валюти на внутрішньому ринку, а також згладжувати девальваційні шоки, збільшуючи валютну ліквідність, що дає йому непрямий метод регулювання валютного курсу не використовуючи валютних інтервенцій. Обумовлена строковість та процентна ставка за валютними свопами і валютними кредитами дає змогу забезпечити прогнозованість динаміки валютного курсу крони, а також мінімізує негативний вплив курсових коливань на динаміку інфляції, що значно підвищує можливості Банку Норвегії у досягненні інфляційної цілі.

Операції з купівлі-продажу іноземної валюти на умовах своп використовує також Центральний банк Індонезії, а також строкові валютні депозити у формі щотижневих валютних аукціонів для банків, які мають надлишкову ліквідність в іноземній валюті з метою оперативного регулювання валютного курсу в умовах інфляційного таргетування [181].

Після світової фінансової кризи в деяких країнах були введені макропруденційні інструменти грошово-кредитної політики [47]. Наприклад, Народний Банк Китаю (НБ Китаю) в посткризовий період застосовував різні обов'язкові резерви для проведення макропруденційного управління, враховуючи відхилення кредитної експансії від потреб економічного зростання, життєздатність фінансових інститутів. Таким чином, заохочувалися фінансові установи, що підтримують малий і середній бізнес, пов'язаний з сільським господарством та промисловістю. На сьогоднішній день Китай реалізує ДКП в

поєднанні з кількісними (заснованими на ціні) і макропруденційних інструментами [244]. У 2013 році НБ Китаю були запуснені такі інструменти управління ліквідністю, як постійний механізм кредитування (SLF) і операції з підтримки короткострокової ліквідності (SLO). SLF призначений для задоволення попиту на довгострокову ліквідність фінансових інститутів з терміном погашення від 1 до 3 місяців. SLO - операції РЕПО з терміном погашення до 7 днів, з використанням ринкових процентних ставок. Крім того, НБ Китаю розробив 4 категорії кредитування, кожен з яких відіграє свою роль в підтримці ліквідності: ліквідність кредитування, кредитна політика підтримки кредитування, кредитування фінансової стабільності, спеціальна політика кредитування. Крім згаданих інструментів, НБ Китаю приділяє велику увагу ролі очікувань в трансмісійному механізмі грошово-кредитної політики, і підсилює комунікації, з метою збільшення прозорості, для зростання довіри економічних агентів.

Національний банк Польщі (НБП) запровадив режим таргетування інфляції з 1998 р. Грошово-кредитна політика НБП визначає який рівень процентних ставок потрібний на грошовому ринку для забезпечення середньострокової цінової стабільності. НБП регулює коридор, у рамках якого здійснюються коливання процентних ставок, використовуючи при цьому в якості основного інструмента такі операції на відкритому ринку: основні – регулярний випуск векселів центрального банку; операції тонкого настроювання – операції РЕПО, валютні свопи, приймання строкових депозитів [241].

Розроблений план «шокової терапії» Бальцеровича за три роки його застосування дозволив стабілізувати грошово-фінансову систему Польщі. Реформи було розпочато з тотальної приватизації, що дозволило ліквідувати найбільші монополії. Держава перестала контролювати ціни на продукти харчування, комунальні послуги, було ліквідовано субсидії, передбачено зростання пенсійного віку. З метою зменшення купівельної спроможності населення встановлено високі податки на заробітну плату, зросли процентні ставки за кредит, що дозволило стабілізувати ціни. Натомість, податки для

бізнесу були значно знижені, що сприяло зростанню обсягів інвестування. Вважаємо, що для стабілізації економіки та грошового обігу України особливо показовим є досвід Польщі у проведенні антиінфляційної політики.

Основні операції на відкритому ринку – операції, що використовуються для регулювання банківської ліквідності у формі випуску цінних паперів власного боргу Національного банку Польщі з терміном до 7 днів. Вони проводяться регулярно – один раз на тиждень і є інструментом оперативного коригування можливих дисбалансів ліквідності, а їх мінімальний дохід встановлюється Радою грошово-кредитної політики. Основні операції проводяться у вигляді стандартних аукціонів, під час яких обов'язковим є встановлення фіксованої прибутковості на рівні основної ставки НБП. Регулярний випуск векселів НБП забезпечує прогнозованість інфляційних очікувань шляхом формування довіри до дій центрального банку. Основні операції на відкритому ринку виступають сигнальним орієнтиром для економічних агентів.

Попри кардинально протилежні стратегічні рішення в межах грошово-кредитної політики можуть застосовуватися й значно менш, на перший погляд, помітні заходи. До прикладу, у Німеччині та Швейцарії активно впроваджувалася комунікаційна стратегія роботи з громадськістю і, тим самим, підтримки прозорості монетарної політики, що і вплинуло позитивно на підвищення репутації та рівня довіри до центральних банків цих країн. Ці важливі елементи успішності монетарного режиму, а саме дотримання принципів гнучкості, прозорості та підзвітності, одночасно стали й чи не найбільш важливими елементами і режиму інфляційного таргетування як окремого нового напрямку монетарного режиму [39, с. 16-17].

Важливим питанням подальшого забезпечення стабільності національної грошової одиниці в Україні є питання вибору відповідної моделі здійснення грошово-кредитної політики в Україні. При цьому доцільно використати такий принцип її реалізації, як наукова та методологічна обґрунтованість, що передбачає використання останніх наукових досягнень, вітчизняного й зарубіжного досвіду у

сфері грошово-кредитного регулювання. Зважаючи на суттєві відмінності в особливостях економічного, політичного та культурного життя кожної країни, автоматично виникає підстава для виділення декількох моделей за характером впливу грошово-кредитної політики на забезпечення стабільності національної грошової одиниці (табл. 3.1).

Таблиця 3.1

Моделі впливу грошово-кредитної політики на забезпечення стабільності національної грошової одиниці та їх характеристика

Модель	Реалізовані інструменти і заходи	Результати політики	Країни
Модель «двох опор»	монетарне і інфляційне таргетування шляхом реагування на відхилення в динаміці зростання грошової маси від оголошених цільових показників інфляції; зміна процентних ставок за операціями центральних банків	стимулювання сукупного попиту та економічного зростання, зниження безробіття; позитивний вплив на фінансову систему через розвиток внутрішнього ринку та реального сектора; стримування інфляції та забезпечення фінансової стабілізації; поживлення або стримування темпів економічного зростання та фінансових можливостей держави	Австралія, Канада, Нова Зеландія, Бразилія, Чилі, Мексика, Швейцарія, Німеччина, Польща, Словенія та більшість країн ЄС
Модель валютної стабілізації	вплив на економічну мотивацію і поведінку суб'єктів валютних відносин; управління золотовалютними резервами; організаційні заходи центральних банків із впровадження особливих валютних режимів	забезпечення сприятливих зовнішньоекономічних умов для відтворювальних процесів, формування ефективного механізму функціонування і розвитку внутрішнього валютного ринку, уникнення фінансових криз, забезпечення макроекономічної та фінансової стабільності в країні як основи зростання економіки	Японія, Гонконг, Аргентина, Панама, Еквадор, Індонезія, Норвегія, Казахстан
Кредитно-фондова модель	Купівля-продаж державних цінних паперів на відкритому ринку (репо), обмін цінними паперами, коротко- і довгострокове рефінансування з метою підтримки ліквідності банків, селективна кредитна політика	реалізація функцій і завдань банківського сектору у фінансовій системі держави, підвищення ефективності регулювання грошової маси, мобілізації та розподілу фінансового ресурсу, забезпечення сталості банківської діяльності та грошового ринку, можливість прогнозування інфляції на перспективу	США, Китай, Англія

Джерело: розробка автора

При цьому зазначимо, що ці всі моделі є умовними і практично не трапляються в чистому вигляді. До того ж, з часом під впливом економічних та політичних змін у світі постійно відбувається їх зміна та стирання чітких меж між виокремленими нами моделями. Загалом, зазначені тенденції в майбутньому, очевидно, вимагатимуть уточнення запропонованої нами класифікації. Проте сьогодні вона є досить зручним інструментом дослідження грошово-кредитної політики тих чи інших країн з позицій впливу на стабільність їхніх національних грошових одиниць.

Модель грошово-кредитної політики, яка формується в Україні, не повною мірою збігається зі сформованими у світовій практиці типами. При цьому правомірно стверджувати, що у вітчизняній економіці формується своєрідна, так звана «змішана модель» з огляду на те, що впродовж останніх років можна зауважити певну схожість з моделлю «двох опор» (в частині введення режиму інфляційного таргетування та підтримання трансмісії ключової процентної ставки як основного інструменту) та кредитно-фондовою (у механізмах рефінансування та здійснення операцій репо).

Узагальнення інструментарію грошово-кредитної політики у зарубіжних країнах свідчить, що незважаючи на досить різні масштаби фінансових потрясінь в різних країнах, на практиці більшість країн (особливо розвинутих) віддали перевагу комплексному використанню інструментів. Разом з тим звертає увагу те, що одні й ті ж заходи мають доволі різні наслідки залежно від адекватності ухвалених рішень та обраного інструментарію реальній ситуації, яка складалася на той час у сфері функціонування світової економіки, банківського сектору та фінансового ринку.

В Україні перед грошово-кредитною політикою ставиться принципово нова ціль, яка полягає у стабілізації інфляційних очікувань, сприянні фінансовій стабільності, а також монетарному стимулюванні економічного зростання за умови, що це не перешкоджатиме досягненню цілей щодо інфляції та забезпеченню стабільності національної грошової одиниці. Саме тому послідовне продовження реалізації режиму інфляційного таргетування для забезпечення

низької і стабільної інфляції як необхідної передумови для стійкого макроекономічного розвитку в Україні, є абсолютно логічним та виправданим. Так, на думку Я. Смолія, «...наявність спільного бачення Ради та Правління Національного банку щодо проведення монетарної політики в середньостроковій перспективі є запорукою збереження її послідовності та сприятиме посиленню передбачуваності монетарної політики, стабілізації інфляційних очікувань і, як наслідок, цінній стабільності в країні [165].

Відтак стратегія грошово-кредитної політики повинна постійно оновлюватись і зазнавати вдосконалень, зберігаючи водночас ключові елементи режиму інфляційного таргетування, основні цілі грошово-кредитної політики, принципи, інструменти та напрями їх еволюції на середньострокову перспективу. Разом з тим особливості застосування інструментарію грошово-кредитної політики повинні кожного року переглядатися з урахуванням стану і ризиків зовнішнього та внутрішнього макроекономічного середовища та затверджуватися Радою НБУ в щорічних Основних засадах грошово-кредитної політики, відповідно до Закону «Про Національний банк України».

Таким чином, узагальнення зарубіжного досвіду забезпечення стабільності національної грошової одиниці на базі грошово-кредитної політики дає змогу визначити такі ключові, на наш погляд, напрями його імплементації у вітчизняну практику:

1. Застосування нових інструментів грошово-кредитної політики у країнах, які запровадили режим інфляційного таргетування та вивчення їх ролі у досягненні основної мети центрального банку - стабільності національної грошової одиниці, підтримання трансмісії ключової процентної ставки як основного інструменту грошово-кредитної політики, що притаманно ЄЦБ та центральним банкам країн ЄС, Канади та Нової Зеландії.

2. Посилення незалежності ЦБ від уряду в частині координації важелів фінансової та грошово-кредитної політики, підвищення прозорості центрального банку в частині звітування у встановлений термін про причини інфляції, враховуючи досвід банку Англії.

3. Використання позитивного досвіду «шокової терапії» у Польщі в частині проведення антиінфляційної політики і зміцнення грошової системи.

4. Підвищення прозорості грошово-кредитної політики та вдосконалення комунікацій із суспільством для ефективного управління очікуваннями економічних агентів, потребує вивчення досвіду Німеччини і Швейцарії.

5. Розбудови операційного дизайну грошово-кредитної політики та вдосконалення її інструментів в частині рефінансування та операцій на відкритому ринку з цінними паперами, що використовується у практиці центральних банків США, Китаю та Англії.

6. Формування та використання золотовалютних резервів, упередження різких змін обмінного курсу національної грошової одиниці, згладжування коливань у функціонуванні валютного ринку, доцільно здійснювати з урахуванням досвіду Японії, Норвегії та Казахстану.

При цьому, враховуючи зарубіжний досвід у сфері забезпечення стабільності національної грошової одиниці, слід імплементувати у вітчизняну практику лише ті елементи грошово-кредитної політики, які найбільш оптимально підходять для України та спрямовані на пріоритетність досягнення та підтримки цінової стабільності в державі, уникаючи при цьому будь-яких форм фіскального домінування, у тому числі прямої або непрямой підтримки бюджетних видатків. Саме це виступатиме однією з головних передумов для зміцнення довіри до цілей грошово-кредитної політики.

3.2. Стратегічні орієнтири грошово-кредитної політики в Україні

Грошово-кредитна політика має велике значення для кожної країни, оскільки шляхом регулювання пропозиції грошей вона спрямована на забезпечення ефективного функціонування економіки і її ключовими цілями є цінова стабільність, стабільність обмінного курсу, інтенсифікація економіки, забезпечення зайнятості, збалансування платіжного балансу, зростання добробуту населення тощо. Нині в Україні назріла потреба перегляду грошово-

кредитної політики та визначення стратегічних її орієнтирів у напрямі забезпечення стабільності національної грошової одиниці, адже згідно з Конституцією України основною функцією Національного банку є забезпечення стабільності грошової одиниці України, а відповідно до статті 6 Закону України “Про Національний банк України” під час виконання своєї основної функції Національний банк має виходити із пріоритетності досягнення та підтримки цінової стабільності в державі.

При цьому грошово-кредитна політика має бути передбачуваною, послідовною, спрямованою на стабілізацію інфляційних очікувань, а також створювати передумови для сталого довгострокового економічного зростання. Враховуючи значимість і роль грошово-кредитної політики, сформулюємо перелік стратегічних орієнтирів грошово-кредитної політики в Україні (рис. 3.1), які розкриємо у цьому підрозділі нашого дисертаційного дослідження.

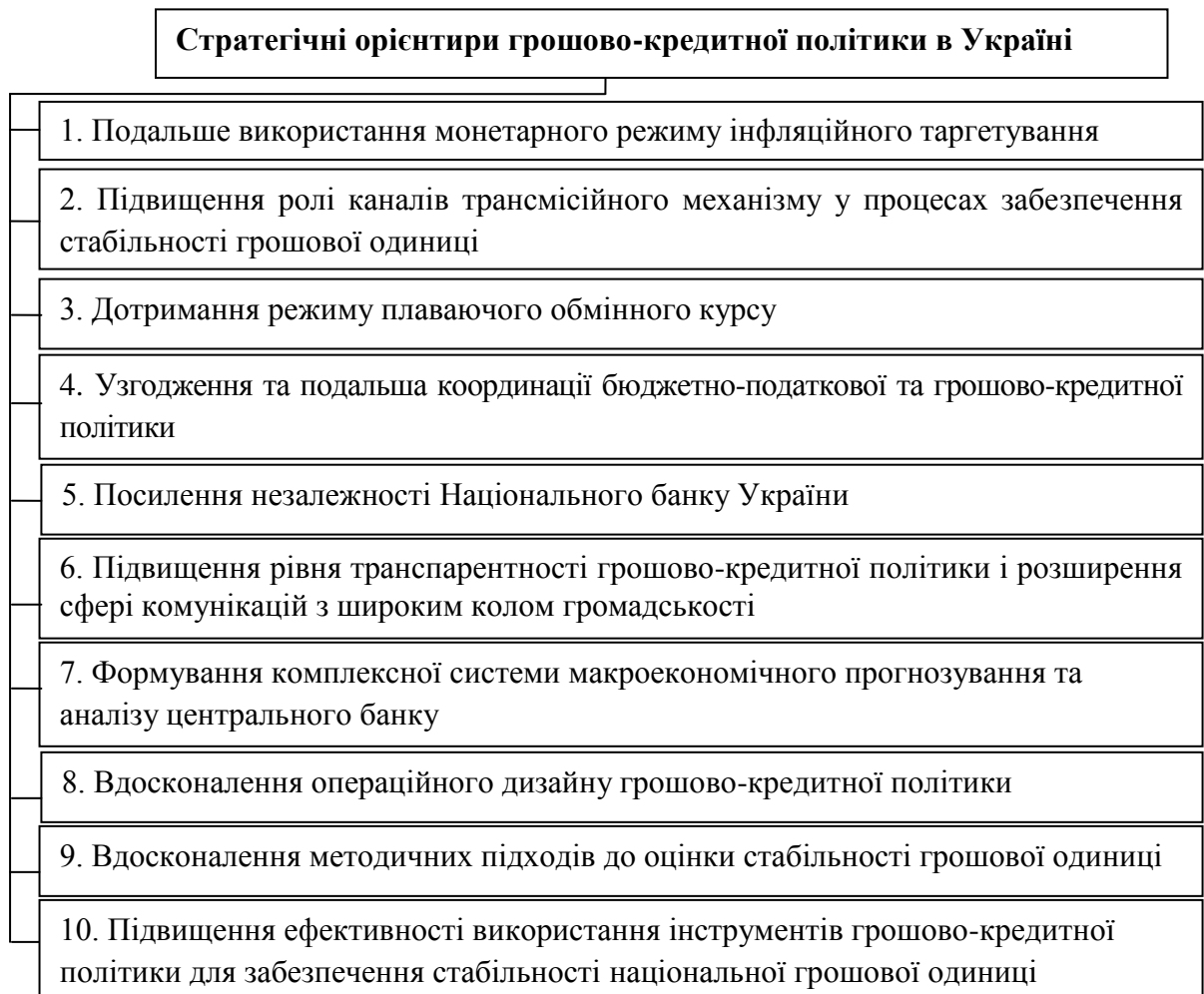


Рис. 3.1. Стратегічні орієнтири грошово-кредитної політики в Україні

Джерело: розробка автора

Подальше використання монетарного режиму інфляційного таргетування. З огляду на те, що однією зі стратегічних цілей соціально-економічного розвитку України є перехід до повноцінного режиму таргетування інфляції, яке полягає у публічному оголошенні кількісних цілей з інфляції та зобов'язанні центрального банку досягати цих цілей протягом середньострокового періоду, необхідним кроком у даному напрямку, на нашу думку, є спільне розроблення НБУ та Кабінетом Міністрів України відповідної концепції, у якій чітко слід конкретизувати перелік цілей і завдань, план заходів і механізмів їх здійснення щодо реалізації режиму таргетування інфляції, критерії досягнення поставлених цілей та очікувані результати.

Базуючись на режимі інфляційного таргетування, грошово-кредитну політику слід проводити відповідно до таких базових принципів: пріоритетність досягнення та підтримки цінової стабільності в державі; вибір явного номінального «якоря» грошово-кредитної політики у вигляді проміжної цілі центрального банку; перспективний характер прийняття рішень з грошово-кредитної політики; забезпечення інституційної, фінансової та операційної незалежності центрального банку для належного виконання його функцій; відкритість програм, що реалізуються в межах грошово-кредитної політики, їх обґрунтованість та реалістичність; перевага економічних заходів впливу над адміністративними; комплементарність зв'язків (означає, що інститути існують у відносинах, а бажаний результат досягається через взаємопов'язані зміни у різних інструментах) [196].

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 ІТ та з визначеними критеріями оцінки ефективності їх виконання. Застосування цього режиму дало змогу багатьом країнам знизити інфляцію до низького рівня та стабілізувати її, сприяючи таким чином стабільності їх національних валют. У свою чергу, низька та стабільна інфляція є необхідною передумовою для макроекономічної стабільності та відповідно формування

сприятливого середовища для забезпечення фінансової стабільності, високих і стійких темпів економічного зростання, низьких реальних і номінальних процентних ставок, низького рівня безробіття, а також підвищення інвестиційної привабливості України.

Незважаючи на необхідні умови для успішного проведення грошово-кредитної політики в межах режиму інфляційного таргетування, створені в попередні роки, Національний банк повинен і надалі спрямовувати зусилля на посилення своєї інституційної спроможності щодо досягнення інфляційних цілей та забезпечення необхідних умов для успішного функціонування цього монетарного режиму. При цьому, враховуючи зарубіжний досвід, основні акценти слід робити на вдосконаленні таких аспектів режиму інфляційного таргетування: підтримка суспільством і урядом цілі НБУ щодо досягнення цінової стабільності; адаптація монетарних інструментів до зміни умов функціонування міжбанківського ринку та сприяння його розвитку; посилення аналітичної підтримки прийняття рішень щодо монетарної політики, зокрема щодо вдосконалення модельного інструментарію та проведення досліджень; підвищення прозорості монетарної політики та вдосконалення комунікацій із суспільством для ефективного управління очікуваннями економічних агентів.

Оптимальний цільовий рівень інфляції (річна зміна ІСЦ), який відповідає фундаментальним основам економіки України на цьому етапі, визначається Національним банком на рівні 5 відсотків із допустимим діапазоном відхилень ± 1 відсотковий пункт [137].

Проголошена ціль у 5% повинна буде постійною і може переглядатися за умови зниження волатильності обмінного курсу гривні та змін відносних цін і послаблення ефектів конвергенції економіки України до рівня країн - основних торгових партнерів. Це сприятиме наближенню економічних умов в Україні до умов низькоінфляційного середовища країн Європейського Союзу. Установлення середньострокової цілі щодо інфляції на рівні, вищому, ніж у розвинених країнах, зумовлене продовженням процесу наближення внутрішніх цін в Україні до рівня цін у розвинутих країнах унаслідок вищих очікуваних

темрів зростання ВВП. У результаті спостерігатиметься укріплення реального обмінного курсу. Таке укріплення внаслідок дещо вищої інфляції, а не посилення номінального обмінного курсу гривні, є привабливішим з точки зору забезпечення конкурентних переваг у зовнішній торгівлі та стійкості зовнішньої позиції економіки. Також вищий рівень цільового показника інфляції в Україні, ніж у розвинутих економіках, відображає вищу волатильність змін відносних цін, що надає економічним агентам важливі інформаційні сигнали для ефективного розподілу ресурсів.

Незмінність інфляційної цілі сприяє стабілізації очікувань, підвищенню прозорості дій Національного банку, що має відобразитися на більш коректному включенні інфляційних ризиків у структуру процентних ставок та їх стабілізації на низькому рівні. Прогнозованість інфляції та зниження її волатильності сприятимуть поглибленню грошово-кредитного ринку та розширюватимуть можливості позикового фінансування інвестицій.

В окремі періоди інфляція може відхилитися від встановленої цілі через вплив факторів, що є поза впливом монетарної політики Національного банку. Зокрема таких, як зміни цін на сировинні товари та інші високоволатильні компоненти індексу споживчих цін, відхилення адміністративно регульованих цін від раніше заявленого рівня тощо.

Національний банк повинен використовувати грошово-кредитні інструменти для повернення інфляції до цілі на прийнятному горизонті політики та, запобігаючи втратам економічного зростання, утримуватиме в результаті інфляційні очікування на рівні цілі щодо інфляції в середньостроковій перспективі.

Головними критеріями успішності грошово-кредитної політики є так звана «заякореність» інфляційних очікувань на рівні цільового показника інфляції та відповідність фактичної інфляції її цільовим значенням у середньостроковій перспективі.

Дотримання режиму плаваючого обмінного курсу. З метою забезпечення цінової стабільності НБУ повинен вживати всіх необхідних заходів з дотримання

режиму плаваючого обмінного курсу, оскільки валютний канал на сьогодні є одним з найпотужніших у трансмісійному механізмі. Більше того за фіксованого курсу і вільного доступу до капіталу з-за кордону центральний банк не має змоги використовувати такий інструмент, як процентна ставка, а також здійснювати незалежну грошово-кредитну політику. Політика курсової прив'язки зробила очікування громадськості досить чутливими до коливань обмінного курсу, що й створило стимули для прийняття економічними агентами надмірних ризиків, тим самим обмежуючи використання обмінного курсу як буфера від зовнішніх шоків. При цьому грошово-кредитна політика не повинна бути спрямованою на досягнення певного рівня або діапазону обмінного курсу (оскільки такий режим буде спрямовано на підтримання трансмісії ключової процентної ставки як основного інструменту грошово-кредитної політики), а присутність НБУ на валютному ринку поступово зменшуватиметься, що повинно виражатися у послабленні адміністративних заходів, які обмежують гнучкість обмінного курсу. Усе це сприятиме формуванню прозорого і ліквідного валютного ринку та безперешкодному його функціонуванню.

Валютні інтервенції Національного банку є доповненням до режиму інфляційного таргетування, оскільки їх завдання в середньостроковій перспективі підтримують ціль НБУ з досягнення цінової стабільності. По-перше, валютні інтервенції виконують допоміжну роль щодо основного інструменту політики – процентної ставки. По-друге, НБУ не протидіє фундаментальним тенденціям на валютному ринку, які зумовлені ринковими факторами. Центральний банк лише згладжує тимчасові ефекти, які ці тенденції мають на ринок. Іншими словами, інтервенції НБУ впливають на амплітуду та швидкість зміни валютного курсу, але не змінюють напрям його руху.

При цьому в Україні повинні використовуватись такі форми валютних інтервенцій (табл. 3.2).

Зазначене не виключає можливості проведення Національним банком валютних інтервенцій з метою: накопичення міжнародних резервів; згладжування різких змін обмінного курсу гривні; підтримання трансмісії ключової процентної

ставки як основного інструменту монетарної політики. При цьому у випадках, якщо у короткостроковому періоді ціль щодо досягнення цінової стабільності та завдання щодо накопичення міжнародних резервів є несумісними, пріоритетним є досягнення цінової стабільності.

Таблиця 3.2

Форми валютних інтервенцій в Україні

Форми валютних інтервенцій	Характеристика
Валютний аукціон	операції проводяться шляхом розподілу визначеного обсягу інтервенції між тими суб'єктами ринку, які запропонували найкращу ціну на купівлю/продаж іноземної валюти
Інтервенція за єдиним курсом	здійснюється або шляхом збирання заявок суб'єктів ринку на купівлю/продаж/обмін іноземної валюти за єдиним визначеним обмінним курсом та подальшого їх пропорційного задоволення в межах визначеного обсягу валютної інтервенції, або шляхом розміщення пропозиції з купівлі/продажу іноземної валюти в торговельно-інформаційній системі за єдиним визначеним обмінним курсом та укладення угод із суб'єктами ринку в порядку акцептування ними пропозиції до вичерпування обсягу валютної інтервенції
Інтервенція за найкращим курсом	здійснюється або шляхом запиту щодо ціни на купівлю/продаж іноземної валюти в суб'єктів ринку через торговельно-інформаційні системи та укладення угод із суб'єктом ринку, який запропонував найкращу ціну, або шляхом вибору найкращої ціни купівлі/продажу іноземної валюти з наявних у торговельно-інформаційних системах котирувань суб'єктів ринку та укладення угод із суб'єктом ринку, який запропонував цю ціну
Адресна інтервенція	зумовлюється національними інтересами України та здійснюється у виняткових випадках на підставі звернення Уряду України

Джерело: [164]

Узгодження та подальша координації бюджетно-податкової та грошово-кредитної політики. Це завдання є надзвичайно важливим з огляду на досягнення таргету по інфляції та утримування її упродовж тривалого часу на низькому рівні. Цілі, напрями та інструменти координації бюджетно-податкової та грошово-кредитної політики зображені на рис. 3.2.

Так, найважливішими стратегічними цілями координації грошово-кредитної та бюджетно-податкової політик є: поєднання механізмів таргетування інфляції з використанням бюджетних правил, які забезпечують досягнення цільових показників дефіциту державного бюджету й обсягу державного боргу; забезпечення належного рівня прозорості діяльності уряду та центрального банку.



Рис. 3.2. Механізм координації грошово-кредитної та бюджетно-податкової політик.

Джерело: [35]

На сьогодні під час розробки та реалізації грошово-кредитної політики

більшість центральних банків орієнтується на забезпечення стабільності національних грошових одиниць і реалізацію монетарних режимів, що ґрунтуються на утриманні цінової стабільності.

До основних критеріїв, які свідчитимуть про ефективність координації грошово-кредитної і бюджетно-податкової політик у напрямі забезпечення цінової стабільності та економічного зростання, слід віднести наступні: низький рівень інфляційних очікувань економічних суб'єктів або їх низхідний тренд; скорочення попиту на іноземну валюту на готівковому валютному ринку; низький та стабільний рівень базової інфляції; зміна структури грошової емісії на користь кредитного каналу; зменшення обсягів валютних інтервенцій НБУ.

Забезпечення цінової стабільності є достатньо складним завданням, що потребує від НБУ та уряду узгоджених комплексних рішень. Так, згідно ст. 6 Закону України «Про Національний банк України», НБУ у виконанні своєї основної функції має керуватися пріоритетністю досягнення та підтримки цінової стабільності в державі, тоді як стаття 2 Закону України «Про Кабінет Міністрів України» [66] 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. На нашу думку, доцільним буде 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 щодо координації фіскальної та грошово-кредитної політики.

При цьому координація цих політик повинна ґрунтуватися на принципі компліментарності (доповнення) інструментів і методів, що використовуються для їх реалізації з метою управління рівнем інфляції, дефіцитом державного бюджету та дотримання стійкості державного боргу. Відповідно до цього принципу окремі напрями економічної політики та діяльності відповідних державних інституцій повинні бути взаємопов'язаними і базуватися на єдиних підходах, єдиній методології та враховувати загальні макроекономічні цілі. Тому розробка принципів і механізмів координації грошово-кредитної,

бюджетно-податкової та боргової політики держави повинна здійснюватися на основі чіткого визначення відповідальності окремих органів державної влади, строків і умов проведення запланованих заходів.

Посилення незалежності Національного банку України, підвищення рівня прозорості грошово-кредитної політики і розширення сфер комунікацій з широким колом громадськості. Для ефективного виконання функції забезпечення стабільності національної грошової одиниці необхідним є забезпечення незалежності центральних банків, оскільки без економічної та політичної незалежності неможливо приймати рішення, потрібні для розвитку економіки і взагалі проводити ефективну грошово-кредитну політику. Саме незалежність центрального банку розглядається як гарантія проведення виваженої грошово-кредитної політики, спрямованої на забезпечення збалансованого розвитку національної економіки.

На даний час немає загальноприйнятого визначення незалежності центрального банку, однак вважаємо за доцільне звернути увагу на такі критерії, які можуть використовуватися для визначення ступеня його незалежності: наявність відкрито оголошеної мети кредитно-грошової політики; формалізований порядок визначення цілей по інфляції, досягнення яких прагне центральний банк; наявність спеціального закону як джерела правових норм, на підставі яких функціонує центральний банк; невтручання з боку уряду або інших органів влади в процес прийняття рішень центральним банком; порядок призначення посадових осіб у центральному банку, що передбачає мінімум впливу політичних чинників (табл.3.3).

З метою підвищення незалежності Національного банку перш за все треба скасувати всі законодавчі норми, що знижують операційну та політичну незалежність (авансові платежі до державного бюджету, 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).

Операційній незалежності НБУ сприятиме також розробка власних прогнозів інфляції, ліквідності банківської системи, макроекономічних показників, на яких базуватиметься процес прийняття рішень у сфері грошово-кредитної політики.

На нинішній день в практиці роботи Національного банку України доцільно застосовувати для аналізу своєї незалежності індекси GMT та індекс Цукермана, оскільки, виходячи із консолідованої версії Договору про заснування Європейської Спільноти, незалежність центрального банку є комплексним поняттям, що поєднує у собі сукупність інституціональну, особисту, функціональну та фінансову складові, які враховуються при розрахунку даних індексів.

Кризові періоди показали, що центральні банки, які прагнуть впливати на очікування ринкових суб'єктів з метою досягнення заявлених цілей, потребують значно ефективнішого комунікаційного інструментарію. НБУ також повинен дедалі більше приділяти увагу своїй комунікаційній політиці, а також забезпечення транспарентності у сфері грошово-кредитної політики та забезпечення стабільності грошової одиниці.

Вимоги до звітності в рамках відносин між Україною та МВФ, задекларовані в Меморандумі про економічну та фінансову політику [258, розділ IV] та “Кодексі належної практики щодо забезпечення прозорості грошово-кредитної та фінансової політики” [212], зобов'язують НБУ дотримуватися чотирьох принципів транспарентності та розкривати ряд даних, у тому числі щодо обсягів продажу іноземної валюти, експортних надходжень, імпорتنих операцій з товарами та послугами, трансфертів, балансу даних платежів – інформацію, що дозволяє оцінювати стан валютного ринку та впливає на валютний курс (табл. 3.3).

Національний банк України володіє чималою кількістю інструментів, що можуть допомогти підвищити рівень транспарентності та сприяти поінформованості громадськості стосовно дій НБУ та довіри до них.

Дотримання принципів МВФ щодо прозорості грошово-кредитної та фінансової політик НБУ

Принцип	Опис	Впровадження НБУ
Чіткість розподілу ролей, відповідальності та цілей	Чітке визначення законодавчим актом цілей монетарної політики, взаємодії інститутів монетарної та фінансової політик	Законодавче закріплення порядку визначення окремих параметрів монетарної політики. Прийняття Закону України “Про валюту і валютні операції”
Прозорий процес формування та звітування щодо здійснення заходів монетарної політики	Доведення до громадськості основ, інструментів і таргетів політики	Щорічно публікуються “Основні засади грошово-кредитної політики на поточний рік та середньострокову перспективу”, також нововведення НБУ коментуються в офіційних прес-релізах, інтерв’ю, а також прес-релізи та підсумки дискусії членів комітету з монетарної політики щодо рівня облікової ставки
Доступ громадськості до інформації про політику	Доступ до балансу центрального органу монетарної влади	Публікація зведених даних щодо стану банківського сектора, щоквартальний звіт про фінансовий стан НБУ
Відповідальність і забезпечення цілісності	Роз’яснення посадових осіб центрального органу монетарної влади щодо проведення та перспектив політики на засіданнях відповідних органів влади, перевірка та незалежний аудит діяльності, а також забезпечення відповідальності посадових осіб	Керівництво НБУ несе відповідальність за діяльність НБУ6 ; здійснюється внутрішній та зовнішній аудит діяльності НБУ ; проводяться виступи керівництва НБУ на засіданнях ВРУ

Джерело: складено автором за: [65; 257]

Основні комунікаційні інструменти НБУ є такі: прес-релізи, коментарі, інформаційні повідомлення, Q&A та factcheck; друковані та електронні видання, звіти (річний, Інфляційний звіт, Звіт про фінансову стабільність), інші регулярні та нерегулярні публікації, а також офіційні інформаційно-статистичні продукти; звітні доповіді перед Президентом України та Верховною Радою України, у тому числі Комітетом Верховної Ради України з питань фінансів і банківської діяльності та інших профільних комітетів, а також Радою Національного банку; публічні заходи для ЗМІ (on record: прес-конференції, прес-брифінги, інформаційні дні тощо); зустрічі, семінари, конференції та інші публічні заходи для цільових аудиторій, які не належать до ЗМІ (аналітики,

бізнес, банки тощо); заходи з обмеженим поширенням інформації* («режим тиші», off record, ембарго); виступи на зовнішніх публічних заходах для ЗМІ та інших цільових аудиторій; освітні заходи (лекції, екскурсії, онлайн курси, конкурси тощо); інструменти дистанційних комунікацій (онлайн трансляція, онлайн чат для прийому питань під час прес-брифінгів, конференції з іноземними аналітиками тощо); статті, інтерв'ю, колонки та інші види інформаційних матеріалів у ЗМІ та на онлайн ресурсах Національного банку; візуальні матеріали (презентації, інфографіки, фото та відео тощо); аудіоматеріали; відповіді на запити ЗМІ [138].

Рівень і наповненість комунікацій центрального банку з ринковими суб'єктами є важливим чинником довіри суспільства до його дій і рішень, а відтак має безпосередній вплив на досягнення цілей (таргетів) грошово-кредитної політики. Прозорість і підзвітність органів монетарної влади щодо ринкових змінних, цілей і стратегії грошово-кредитної політики, дозволяє досягати очікуваної реакції учасників ринку та зменшувати невизначеність.

Ефективна стратегія комунікацій центрального банку є ключовим моментом для успішного проведення грошово-кредитної політики за режиму інфляційного таргетування. Саме публічне оголошення цільових орієнтирів з інфляції із зобов'язанням центрального банку досягти їх є критерієм підзвітності центрального банку і допомагає формувати інфляційні очікування на заданому рівні.

До цільових аудиторій НБУ відносить: органи державного управління різних рівнів; аналітичні та маркетингові підрозділи банків; журналістів і ЗМІ; громадські об'єднання, організації; профспілки; бізнес-групи, підприємства; міжнародні та іноземні установи, міжнародні організації та проекти; незалежні аналітичні й експертні організації; наукові та освітні установи й організації; підприємців (приватний бізнес, що не належить до фінансового сектора); вкладників проблемних банків [153].

Одним і головних завдань комунікаційної політики НБУ має бути встановлення нових та підтримка наявних контактів з конкретними цільовими

аудиторіями з адаптацією комунікаційних інструментів та форм оприлюднення інформації (у т.ч. технічних деталей та конкретних інструкцій), відповідно до потреб та інтересів кожної з них.

З метою підвищення рівня довіри економічних агентів 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. На нашу думку, потрібно здійснювати розміщення на офіційному сайті НБУ (розділ «Монетарна політика») змісту протоколів засідань Комітету з монетарної політики із зазначенням підсумків дискусій і результатів голосування членів Комітету.

При цьому слід завчасно інформувати про генеральну стратегію грошово-кредитної політики (наприклад, про переорієнтацію на забезпечення цінової стабільності, девальвацію чи ревальвацію національної валюти), а також надавати роз'яснення щодо окремих заходів політики вже після їх здійснення

Також у межах зазначеного вище розділу офіційного сайту НБУ рекомендуємо розміщувати інформацію щодо чіткої конкретизації умов і чинників відхилення фактичних показників інфляції від цільового таргету з поясненням про зміну характеру грошово-кредитної політики і подальші дії для того, щоб забезпечити дотримання проголошеної інфляційної цілі. Враховуючи досвід центральних банків, що впровадили режим інфляційного таргетування, на офіційному сайті НБУ необхідно розробити розділ з детальним поясненням та ілюстрацією каналів передачі змін у використанні інструментів грошово-кредитної політики, а також зв'язків між інфляцією і іншими макроекономічними змінними.

Це сприятиме більш точній передбачуваності дії інструментів грошово-кредитної політики у напрямку підтримки стабільності національної грошової одиниці, зростанню рівня довіри до дій центрального банку та розуміння населенням процесу прийняття рішень у зазначеній сфері. 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 грошово-кредитної політики.

Формування комплексної системи макроекономічного прогнозування та аналізу НБУ. Особливу увагу слід звернути на перспективний характер прийняття рішень стосовно забезпечення стабільності національної грошової одиниці і параметрів грошово-кредитної політики, які слід будувати на макроекономічній основі. Комплексна система аналізу та прогнозування є однією із головних умов провадження режиму інфляційного таргетування та здійснення активної грошово-кредитної політики із гнучким обмінним курсом та ціновою стабільністю як основною ціллю в середньостроковому періоді.

Результати змін у грошово-кредитній політиці (тобто, наслідки дій її інструментів) проявляються лише із певним лагом, тому прогноз макроекономічного розвитку, зокрема інфляції на середньострокову перспективу відіграє ключову роль у формулюванні рішень стосовно стабільності грошової одиниці. Серед найважливіших передумов проведення ефективної і прозорої монетарної політики - якісний аналіз і можливість розробки прогнозу основних макроекономічних показників. У цьому контексті для НБУ ключовим елементом є оцінка основних каналів трансмісійного механізму за допомогою макроекономічних моделей, використання яких дає змогу оцінити вплив монетарних рішень на економіку у середньостроковій перспективі. Особливо актуально це питання постає при режимі інфляційного таргетування, коли центральний банк в оцінках відхилення прогнозованої інфляції від цільової базується на оцінці як поточного стану так і стану економіки в майбутньому. При інфляційному таргетуванні існування системи економічного прогнозування є ключовою основою для досягнення успіху (іноді режим інфляційного таргетування навіть називають режимом таргетування прогнозу інфляції) [151, с. 364].

У перехідних економіках, і зокрема, в Україні, процес прогнозування додатково обтяжується недосконалістю статистичної бази та короткими часовими рядами даних, нестабільністю економічних процесів, значним тіньовим сектором, та багатьма іншими факторами. Метою процесу

прогнозування виступає розроблення найбільш ефективної монетарної політики з точки зору досягнення цілі по інфляції. Система підготовки прогнозу включає в себе узгоджену та аргументовану точку зору щодо таких аспектів: поточний стан економіки і якими є поточні тренди; ймовірний розвиток економіки в майбутньому; існуючі ризики; необхідні зміни у політиці, що мають привести до досягнення інфляційної цілі.

В останні роки в НБУ було значно покращено систему аналізу та прогнозування в рамках введення режиму інфляційного таргетування. Раніше прогнозний процес в НБУ, як і в інших центральних банках в країнах з перехідною економікою, базувався на численних моделях малого масштабу, що звичайно базувались на одному оціненому рівнянні. Ці економетричні моделі використовувались як інструменти короткострокового прогнозування в основному для підтримки експертних прогнозів. Такий підхід мав багато недоліків: труднощі в досягненні узгодженості багатьох прогнозів; труднощі в досягненні узгодженості теоретичних засад моделей, що використовувались; відсутність можливості аналізувати альтернативні сценарії порівняно з базовим сценарієм; труднощі з врахуванням факторів зі сторони попиту (спричинених монетарною та фіскальною політикою) і, відповідно, домінування аналізу факторів пропозиції; відсутність врахування базованих на майбутньому та узгоджених з моделлю очікувань економічних суб'єктів (тобто раціональних); відсутність чіткого розуміння рівноважного стану, до якого прямує економіка в довгостроковому періоді.

Також потребує вдосконалення не тільки модельна частина системи аналізу та прогнозування, але й система комунікацій між прогнозуючими структурними одиницями та узгодження позицій на основі як теоретичних наробіток, так і практичного досвіду. Зокрема, це стосується узгодження показників інфляції та ВВП з показниками платіжного балансу, валютного та грошово-кредитного ринку. Крім того, зважаючи на те, що процес прогнозування на короткостроковий період з допомогою застосовуваних моделей не завжди приводить до бажаного результату, який може бути

пояснений в основному тільки за допомогою експертних суджень, важливо також вдосконалити систему поєднання короткострокових та середньострокових прогнозів.

Таким чином потребує удосконалення умов для розроблення НБУ власних прогнозів інфляції, ліквідності банківської системи, макроекономічних показників, на яких базуватиметься процес прийняття монетарних рішень. Формування власних макроекономічних прогнозів сприятиме підвищенню рівня операційної незалежності НБУ, а оприлюднення, на офіційному сайті НБУ прогнозу банківської ліквідності сприятиме удосконаленню управління ліквідністю.

Підвищення ролі каналів трансмісійного механізму у процесах забезпечення стабільності грошової одиниці. З огляду на те, що основним грошово-кредитним інструментом і операційним орієнтиром за монетарного режиму таргетування інфляції є ключова (облікова) процентна ставка, основний акцент повинен робитися на підвищенні ролі процентного каналу трансмісійного механізму. Саме цей підхід, через управління короткостроковими процентними ставками, використовується центральними банками зарубіжних країн, у яких функціонує режим таргетування інфляції.

Цьому сприятиме дотримання низки таких правил процентної політики: правила Тейлора [256] (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 короткостроковими процентними ставками міжбанківського ринку), правила вузького процентного коридору (зменшення різниці депозитними та кредитними ставками центрального банку), правила прозорості та передбачуваності процентної політики (постійне оприлюднення офіційних процентних ставок центрального банку та прогнозів їх динаміки), правила незначної зміни основної процентної ставки (коригування облікової ставки центрального банку незначними кроками); правила операційного

орієнтира (визначити у законодавчо-нормативній ключову процентну ставку та недопущення значної її волатильності); правила узгодженості основної операції центрального банку (визначити вид основної операції центрального банку з регулювання ліквідності, яка проводиться за ключовою ставкою).

Головними напрямками посилення дієвості процентного каналу монетарного трансмісійного механізму в процесі забезпечення стабільності грошової одиниці повинні бути: наявність чіткого та обґрунтованого механізму встановлення та зміни НБУ ключової процентної ставки з урахуванням реального стану грошового ринку, ліквідності банківської системи та прогнозованих темпів інфляції; забезпечення прогнозованості та низької волатильності процентних ставок грошового, перш за все, міжбанківського ринку; забезпечення ефективної (позитивної) реальної процентної ставки на рівні 1-3 п. п.; визначення як операційного орієнтира грошово-кредитної політики обґрунтованого рівня процентної ставки за двотижневими кредитами рефінансування, а також врахування при її розрахунку ставок міжбанківського кредитного ринку; стимулювання банків при управлінні власною ліквідністю до використання, переважно, ринкових ресурсів, а не коштів НБУ, що є однією із важливих передумов запобігання надлишковій емісії; недопущення суттєвих розбіжностей між ставками дохідності за державними цінними паперами та ключовою процентною ставкою, що досягається завдяки належному рівню координації монетарної та бюджетно-податкової політики; стимулювання розвитку та підвищення ефективності функціонування механізмів фінансового посередництва, завдяки яким відбувається перелив коштів у всій фінансовій системі [116, с. 41].

Виходячи з цього, головними напрямками впливу центрального банку на забезпечення стабільності національної грошової одиниці в контексті підвищення ролі каналів трансмісійного механізму є розроблення адекватної економічним умовам процентної політики та реалізація антиінфляційних заходів на основі використання монетарного режиму таргетування інфляції. Саме завдяки цьому режиму відбувається посилення дії всіх каналів

монетарного трансмісійного механізму. Роль валютного каналу трансмісійного механізму грошово-кредитної політики в забезпеченні стабільності грошової одиниці визначається тим, що його в основі його функціонування лежить вплив змін валютного курсу на зміну обсягів експорту та імпорту і, таким чином, на обсяги та динаміку ВВП, обсяги золотовалютних резервів, припливу та відпливу капіталу, а також на рівень доларизації національної економіки. Головним напрямом посилення його дієвості є дотримання режиму плаваючого обмінного курсу у поєднанні із забезпеченням курсової стабільності національної грошової одиниці та зниженням рівня доларизації економіки.

Що ж стосується кредитного каналу трансмісійного механізму, напрями підвищення його дієвості лежать у площині вдосконалення НБУ механізмів рефінансування банків, про що більш детально йдеться у підрозділі 3.3 нашого дослідження.

Упродовж останніх років у зв'язку з посиленням нестабільності на фінансових ринках вітчизняні дослідники особливу увагу приділяють каналу цін активів, який пов'язаний зі зміною цін на фінансові та нефінансові активи [56; 116; 123]. До основних напрямів посилення дії каналу цін активів у процесі управління монетизацією економіки, на нашу думку, слід віднести такі: підвищення рівня регулювання і нагляду за діяльністю фондового ринку; поліпшення прогнозування стану ринку комерційної та житлової нерухомості; розроблення та офіційне запровадження індикаторів стану фондового ринку та ринку нерухомості; вдосконалення механізмів біржової та позабіржової торгівлі фінансовими активами; використання похідних фінансових інструментів з метою хеджування цінових ризиків на фондовому ринку та зниження рівня його волатильності; обмеження валютного кредитування на ринку нерухомості та інші

Особливу увагу слід звернути на розвиток фінансових ринків для поглиблення механізму монетарної трансмісії та підтримки процесів економічного розвитку, особливо в частині: фондового ринку, у тому числі поглиблення ліквідності ринку державних цінних паперів та збільшення строковості таких паперів за рахунок

чітких та прозорих критеріїв участі НБУ в роботі ринку державних цінних паперів; інструментів хеджування процентного ризику, зокрема операції "своп" на процентну ставку, та стимулювання на цій основі довгострокового кредитування; інструментів хеджування валютного ризику з метою зменшення вразливості суб'єктів економіки до курсових коливань та стимулювання трансформації довгострокових валютних ресурсів у гривневі. Реалізація зазначених вище заходів сприятиме розвитку каналів монетарної трансмісії, що збільшуватиме потенціал впливу монетарних інструментів Національного банку на інфляційні процеси та економічну динаміку.

Важливу роль у процесі управління монетизацією економіки відіграє канал очікувань монетарного трансмісійного механізму, завдяки якому формуються очікування економічних суб'єктів щодо перспектив реалізації центральним банком відповідної грошово-кредитної політики, тобто фактично відбувається процес формування попиту на гроші. Для його активізації необхідним є забезпечення таких умов:

- відкритість і прозорість грошово-кредитної політики, що має бути досягнута через активізацію комунікаційної активності НБУ (публічне декларування цілей і завдань грошово-кредитної політики, розкриття інформації, підвищення фінансової культури населення);

- об'єктивність і прогнозованість встановлених НБУ монетарних нормативів, їх відповідність фактичним умовам економічного та фінансового розвитку в Україні. У разі донесення до економічних суб'єктів «викривлених» монетарних орієнтирів (щодо валютного курсу, процентних ставок, рівня інфляції) їх очікування, а як наслідок – дії, будуть йти всупереч з цільовими пріоритетами грошово-кредитного регулювання НБУ;

- надання НБУ економічним суб'єктам дієвих гарантій дотримання їх законних інтересів у разі слідування його монетарним орієнтирам (гарантіями у даному випадку слід розглядати усунення штучних обмежень для операцій на валютному ринку, зняття обмежень на доступ до власних коштів на депозитних рахунках,

надання додаткових гарантій збереження банківських вкладів внаслідок розвитку системи гарантування вкладів фізичних осіб.

У додатку Д наведено структурно-логічну схему монетарного трансмісійного механізму грошово-кредитної політики в процесі забезпечення стабільності національної грошової одиниці. Ця схема відображає прямі та зворотні зв'язки між окремими каналами, визначає головні напрями та інструменти їх впливу на грошовий і фінансовий ринки, на основні макроекономічні індикатори, зокрема обсяги і динаміки грошової маси в обігу. Це дає змогу визначити ключові напрями, методи та інструменти грошово-кредитної політики, за допомогою яких центральний банк впливає на стабільність грошової одиниці.

Так, основними заходами підвищення ефективності дії грошового каналу в процесі забезпечення стабільності грошової одиниці повинні бути: вдосконалення методології та методів прогнозування обсягів і структури грошової бази і грошових агрегатів; узгодження темпів їх проросту з темпами приросту реального ВВП; зменшення частки фондowego каналу в структурі емісії грошей; зменшення обсягів кредитів, які залучаються від МВФ та включаються до складу міжнародних резервних активів, а, натомість, формування їх обсягів за рахунок купівлі валюти на ринку; недопущення необґрунтованого надання банкам додаткової ліквідності на тривалі терміни; проведення кредитними установами виваженої кредитної та депозитної політики; стимулювання кредитування економіки.

Вдосконалення операційного дизайну грошово-кредитної політики. Характерною особливістю грошово-кредитного регулювання в умовах сьогодення є те, що залежно від стану розвитку національної економіки, грошової системи країни та законодавчо визначених пріоритетних напрямів соціально-економічного розвитку, центральні банки різних країн самостійно визначають вид і характер грошово-кредитної політики з метою забезпечення стабільності національної грошової одиниці. Звісно, що підходи до виконання цього важливого і водночас складного завдання різняться між собою, однак

спільним для всіх центральних банків є використання ключової процентної ставки як основного інструмента грошово-кредитної політики. Це передбачає формування так званого «операційного дизайну грошово-кредитної політики», який інституційно оформляється у вигляді відповідної стратегії, яка передбачає умови і процедури надання та абсорбування ліквідності банків, а також чітке визначення операційного орієнтира грошово-кредитної політики. Такий «операційний дизайн» НБУ почав розробляти з 2015 року. Відповідно до цього, головним операційним орієнтиром грошово-кредитної політики НБУ є операції з розміщення 2-тижневих депозитних сертифікатів, тобто операції з вилучення ліквідності. Також було проголошено принцип процентного коридору, відповідно до якого процентні ставки за депозитними сертифікатами, як правило, встановлюються на рівні: «ключова ставка мінус 2 п. п.», а на аукціонах можуть бути й вищими (але не вище ставок рефінансування «овернайт»).

Умови надання та вилучення ліквідності відповідно до діючого дизайну грошово-кредитної політики відображені у додатку Е.

Починаючи з 2016 р., було змінено операційний дизайн процентної політики, запроваджено низку заходів щодо валютної лібералізації та посилення дієвості монетарного трансмісійного механізму. Ключовою ставкою грошово-кредитної політики НБУ визначив процентну ставку за основною операцією з регулювання ліквідності – процентна ставка за 2-х тижневими депозитними сертифікатами. Коридор процентних ставок було звужено до коридору ставок за кредитами «овернайт» та депозитними сертифікатами «овернайт» [122]. А з 11.09.2017, операції з розміщення депозитних сертифікатів Національного банку України здійснюватимуться шляхом проведення: операцій овернайт щодня за обліковою ставкою НБУ, зменшеною на 2 %; кількісних тендерів строком на 14 днів за обліковою ставкою, а також процентних тендерів строком до 100 днів; Таким чином, депозитні сертифікати НБУ, що розміщуватимуться на процентних тендерах протягом чотирьох тижнів, будуть погашатися в один день, після чого починається новий

аналогічний чотирьохтижневий цикл розміщення депозитних сертифікатів строком до 100 днів з однією датою погашення.

Це свідчить про те, що НБУ реалізує обмежувальну монетарну політику і, на нашу думку, такий підхід не можна вважати прийнятним з огляду на низку причин.

1. Оскільки підтримка ліквідності здійснюється НБУ в цілях стимулювання економічного розвитку, головним операційним орієнтиром, на нашу думку, повинні бути 14-ти денні операції з надання (рефінансування банків), а не навпаки – вилучення ліквідності, як це зафіксовано у нормативно-правових документах НБУ.

2. Такий режим є неприйнятним, особливо в періоди (як це було раніше), коли у вітчизняній банківській системі наявний надлишок ліквідності. Це означає, що нефінансові корпорації, домогосподарства і зокрема, малий бізнес, могли б отримати більше обсягів кредитних ресурсів, а банківські установи – відповідно доходів від кредитних операцій.

Відтак, головним операційним орієнтиром грошово-кредитної політики НБУ сучасних умовах повинні бути 14-ти денні операції з рефінансування банків за процентною ставкою на базі ключової плюс 0-2 п. п. Крім того, на нашу думку, недоцільно встановлювати та використовувати симетричний коридор процентних ставок. Тому операційний дизайн грошово-кредитної політики має бути змінений у напрямку з переорієнтування з депозитних на кредитні операції. А подальша трансмісія зміни ключової процентної ставки і міжбанківських короткострокових процентних ставок у реальний сектор економіки повинна також відбуватися різними каналами (процентним, валютним, кредитним, інших активів тощо).

Удосконалення методичних підходів до оцінювання стабільності грошової одиниці. Оскільки за гроші можна купити товари і послуги, іноземну валюту, взяти гроші в кредит, ми виокремили такі складові стабільності грошової одиниці, як стабільність цін на товари і послуги, стабільність цін на кредитні ресурси, стабільність обмінного курсу національної валюти. Відтак, щоб

вимірювати стабільність грошової одиниці, потрібно з'ясувати зміни цін на товари та послуги (інфляцію / дефляцію), на валюту (девальвацію / ревальвацію) по їх вазі в грошових потоках, а також зміну процентних ставок за кредитами. Вага інфляції / дефляції може бути представлений роздрібним товарообігом, девальвації / ревальвації – обсягом продажу валюти, а ціни на кредитні ресурси – обсягом наданих кредитів.

Відтак формула визначення індексу нестабільності грошової одиниці набуде такого вигляду.

$$IN = \left(\frac{i \times W + e \times C + r \times K}{W + C + K} \right) + 100\% \quad (3.1)$$

де: IN – індекс нестабільності грошової одиниці; i - показник зміни цін на товари і послуги; e – показник зміни обмінного курсу; W - загальна вартість товарів і послуг; C – обсяг продажу валюти; r – середня процентна ставка за наданими кредитами, %; K – обсяг наданих кредитів, млн. грн.

На нашу думку, з метою більш детального аналізу та виявлення причин нестабільності грошової одиниці, даний показник може бути вдосконалений, зокрема в частині: валютної стабільності – шляхом зважування зміни індексу девальвації (ревальвації) на обсяг імпорту країни, а не на обсяг торгівлі валютою на безготівковому валютному ринку; кредитної стабільності – шляхом зважування обсягів наданих кредитів на середню процентну ставку. Ми виходимо з того, що зовнішня стабільність національної грошової одиниці, насамперед, залежить від можливості споживачів купувати імпортні товари за національну валюту без різких змін у їх вартості. Саме тому, пропонуємо удосконалену версію показника загальної нестабільності грошової одиниці:

$$IN = \left(\frac{\frac{i_t - i_{t-1}}{i_{t-1}} \times W + \frac{e_t - e_{t-1}}{e_{t-1}} \times IM + \frac{r_t - r_{t-1}}{r_{t-1}} \times K}{W + IM + K} \right) + 100\% \quad (3.2)$$

де: i_t – рівень цін у поточному періоді за ІСЦ; i_{t-1} – рівень цін у минулому періоді за ІСЦ; e_t – офіційний обмінний курс у поточному періоді; e_{t-1} –

офіційний обмінний курс у минулому періоді; r_t – середня процентна ставка за кредитами у поточному періоді; r_{t-1} – середня процентна ставка за кредитами у минулому періоді; W - загальна вартість товарів і послуг; IM – обсяг імпорту країни.

Вважаємо, що для достовірності результатів, важливо враховувати не лише офіційний обмінний курс долара США, а також і деяких інших вільноконвертованих валют, тобто середньозважений обмінний курс резервних валют.

Наведена вище формула має загальний характер і може бути застосована як для оцінки нестабільності за номінальними змінами обмінного курсу і процентних ставок, так і за реальними. В останньому випадку оцінка буде більш точною.

На нашу думку, даний показник доцільно враховувати при розрахунку середньозваженого субіндексу грошово-кредитної безпеки країни, що потребує внесення відповідних змін до Методичних рекомендацій щодо розрахунку рівня економічної безпеки України.

Проведені дослідження також дають підстави стверджувати про відсутність у чинному законодавстві чіткого визначення стабільності грошової одиниці. У зв'язку з цим автор рекомендує внести відповідні зміни до Закону України «Про Національний банк України» в частині формулювання зазначеного терміну, а також визначення показників її оцінки та критеріїв забезпечення. Це сприятиме підвищенню ефективності грошово-кредитних інструментів та виробленню дієвих заходів, спрямованих на захист та забезпечення стабільності національної грошової одиниці як основної функції Національного банку України.

Останнім стратегічним орієнтиром є підвищення ефективності використання інструментів грошово-кредитної політики для забезпечення стабільності національної грошової одиниці, який буде більш детально розкритий у наступному підрозділі нашого дослідження.

3.3. Підвищення ефективності використання інструментів грошово-кредитної політики для забезпечення стабільності національної грошової одиниці

Грошово-кредитна політика є складовою загальноекономічної політики, яку здійснює держава через центральний банк з метою забезпечення економічного зростання, підвищення добробуту населення, стабільності грошової одиниці через вплив на пропозицію та ціну грошей. Вона реалізується через регулювання фінансово-кредитних відносин типу «центральний банк ↔ комерційні банки ↔ інші економічні суб'єкти». Саме тому механізми цієї політики слід максимально зорієнтувати на вирішення завдань соціально-економічного розвитку, які постають перед вітчизняною економікою в умовах конкуренції та ринкових перетворень.

Ефективність використання інструментів грошово-кредитної політики як найвагомішого засобу впливу на стабільність грошової одиниці суттєво залежить від правильного вибору цілей та монетарного режиму. Незважаючи на те, що НБУ неодноразово змінював величину цільових орієнтирів шляхом внесення відповідних коригувань у грошово-кредитну політику, особливо в періоди загострення кризових процесів, такий орієнтир як цінова стабільність (і відповідно стабільність грошової одиниці загалом), завжди залишався незмінним.

Вибір та використання того чи іншого інструменту грошово-кредитної політики, які застосовує центральний банк, є доволі широким і здійснюється залежно від напрямів економічної політики держави, рівня відкритості її економіки, рівня розвитку фінансових ринків, особливостей національної банківської системи, традицій і конкретних економічних умов.

Одним із грошово-кредитних інструментів, який використовується центральними банками для забезпечення стабільності національної грошової одиниці – це обов'язкові резервні вимоги.

За їх допомогою центральні банки мають можливість впливати на

величину грошової бази і через неї управляти інфляцією. Оцінка попиту на гроші не може бути жорстко заданою величиною і не повинна виключати можливість виходу грошової пропозиції за межі прогнозованого значення. Наслідком дестабілізуючого впливу зовнішніх і внутрішніх факторів (зниження цін на енергоносії, нестабільність банківського сектора) стає велика затребуваність внутрішніх джерел ліквідності, а відтак центральному банку потрібно оперативного переглядати підхід до регулювання грошової пропозиції. В період низьких цін на енергоносії він буде змушений більш активно виконувати функцію кредитора останньої інстанції, а при цьому можливості обов'язкових резервів для регулювання грошової бази зменшуються і їх значення перебуватимуть на мінімальному рівні. У період фінансових криз нормативи обов'язкових резервів по всіх категоріях зобов'язань банків скорочуються, а центральний банк здійснює регулювання грошової бази за допомогою інших інструментів грошово-кредитної політики.

Підвищення стабільності грошової одиниці потребує серед інших необхідних умов удосконалення чинної в Україні політики обов'язкового резервування. У зарубіжній економічній літературі наведено різноманітні пропозиції щодо вдосконалення політики формування обов'язкових резервів, які зберігаються в центральних банках: здійснювати диверсифікацію резерву залежно від типу банківської установи; строків її діяльності; обсягу, складу та структури активів установи банку; рівня розвитку фінансового ринку та регіональних особливостей; диференціювати обов'язковий резерв залежно від належності депонованої суми до того чи іншого грошового агрегату грошової маси. Взагалі думки та пропозиції вітчизняних і зарубіжних економістів з питань зміни політики обов'язкового резервування зводяться до доцільності її пом'якшення, хоча трапляються й більш радикальні думки щодо кардинальної модернізації системи резервних вимог або її повного скасування.

Ми пропонуємо такі пропозиції до удосконалення механізму обов'язкового резервування в Україні:

1. Встановити 30-денний розрахунковий період для визначення середньозваженої величини обов'язкових резервів. Це дасть змогу забезпечити відповідну еластичність системи обов'язкового резервування та розрахунок максимально об'єктивної величини резервів, а комерційні банки зможуть належно враховувати коливання залишків депозитів і здійснювати планування активних операцій з урахуванням певного рівня дохідності.

2. Розширити критерії диференціювання величини резервних вимог. Окрім порядку диференціації за строковістю (строкові, до запитання) і видом валют (національна, іноземна), який діє на даний час в Україні, диференціювання можна здійснювати за такими критеріями: 1) за абсолютними сумами коштів, унесених на банківські депозити; 2) за цільовою спрямованістю кредитів, що надаються банками (в поточну чи інвестиційну діяльність); 3) за типом кредитних установ, їх розмірів, та залежно від вибору пріоритетів під час здійснення активних операцій. Розширення елементів диференціювання резервних вимог за різними критеріями дасть змогу підвищити гнучкість та ефективність їх впливу на стабільність грошової одиниці.

3. З метою стимулювання кредитної активності банків знижувати обсяги обов'язкових резервів на величину довгострокових інвестиційних кредитів, які надані за рахунок самостійно сформованих ресурсів, а також обсяг придбаних ОВДП та депозитних сертифікатів НБУ. Позитивні наслідки такого заходу проявлятимуться у частковому вирішенні проблеми підтримки ліквідності банків. При цьому з боку НБУ слід забезпечити посилений контроль за правильністю відображення цих операцій в обліку та звітності.

4. З метою заохочення банків до формування резервних вимог НБУ слід запровадити нарахування і сплату процентів на величину обов'язкових резервів банків, що могло б стати важливим засобом підвищення ефективності функціонування кредитних установ загалом та стерилізації грошової маси в обігу. Також це могло б викликати певне зацікавлення в банків, які в процесі формування резервних вимог, фактично вилучають частину власних активів з

обігу, навіть якщо відсоткова винагорода за зберігання резервів вітчизняних комерційних банків буде незначною.

Принципова спроможність центрального банку впливати на вартість грошей та стабільність грошової одиниці, зокрема кредитну її складову, визначається його функцією кредитора останньої інстанції, а також наявністю фіксованого співвідношення багатьох видів банківських ставок і ставок центрального банку. Центральні банки регулюють рівень і структуру процентних ставок такими двома способами: через пряме встановлення ставок за кредитами центрального банку під час проведення різних видів операцій рефінансування, у тому числі й шляхом встановлення облікової ставки; через контроль за окремими ставками кредитних установ.

Також варто звернути увагу на підвищення ролі процентних ставок при проведенні грошово-кредитної політики, перетворюючи ставку рефінансування в реально діючий інструмент. Це передбачає модифікацію низки підходів і механізмів, перш за все щодо пропозиції фінансових ресурсів. На теперішній час формування грошової бази здійснюється значною мірою на основі припливу валютних ресурсів. Однак цей підхід пов'язаний зі суттєвими ризиками. По-перше, зберігається залежність вітчизняної економіки від світової економічної та політичної кон'юнктури. По-друге, перестають працювати ставки рефінансування, які визначають ціну фінансових ресурсів, послаблюються можливості держави проводити активну фінансову політику та впливати на характер економічного розвитку і структуру економіки.

Для перетворення ставки рефінансування в реально діючий механізм, що формує цінові параметри фінансового ринку, треба збільшити частку «внутрішнього» компонента при розширенні грошової бази, що передбачає формування грошової пропозиції, перш за все, на основі внутрішніх механізмів та інструментів, які більшою мірою відображають внутрішній попит на гроші. Така модифікація дасть змогу використати процентну ставку як інструмент грошово-кредитної політики, а також дасть змогу забезпечити формування фінансових ресурсів з ув'язкою із завданнями структурної політики таким

чином, як це відбувається в економічно розвинутих країнах.

Крім того, необхідно оптимізувати визначення ключової ставки грошово-кредитної політики (key policy rate), рівень якої повинен бути цільовим для ставок міжбанківського ринку. Ключова ставка відіграватиме роль проміжного якоря для валютної і цінової стабільності. Облікова ставка зможе набути змісту ключової ставки у тому випадку, якщо буде виконано заходи щодо оптимізації структури та обсягів грошово-кредитних операцій.

Доцільно також офіційно запровадити спеціальну назву для середньозваженої ставки овернайт міжбанківського ринку України, наприклад UONIA або UKRON тощо (аналогічно назвам ставок міжбанківського ринку EONIA, SONIA, LIBOR, STIBOR в інших країнах).

На нинішньому етапі розвитку економіки та грошового ринку для забезпечення цінової стабільності під час проведення монетарної політики виникає потреба в наданні пріоритетності процентній політиці як механізму регулювання грошового ринку. Для цього Національний банк України повинен посилити роль процентної політики в системі монетарного регулювання економічних процесів і створити передумови для лібералізації валютного сегмента ринку. Необхідно насамперед поліпшити регулювання короткострокових ринкових відсоткових ставок через удосконалення підходів до встановлення коридору власних відсоткових ставок за активними та пасивними операціями. Для підвищення ролі процентної політики слід посилити зв'язки між короткостроковими та довгостроковими відсотковими ставками, що поліпшуватиме трансмісійний механізм передавання імпульсів від зміни відсоткових ставок Національного банку України до показників, що характеризують цінові процеси в державі, а також інші параметри соціально-економічного розвитку.

Одним з істотних чинників, що знижує ефективність проведення процентної політики, є низький рівень розвитку та інституційна недосконалість фондового ринку і сегмента небанківських фінансових установ в Україні, які не дають змоги задіяти на належному рівні притаманні розвинутих економікам

механізми переливання капіталів між сегментами фінансового ринку і таким чином забезпечувати реакцію реального сектору економіки на монетарні регульовальні рішення. У практичній площині процентні ставки використовуються лише на кредитному сегменті ринку, що суттєво звужує вплив процентної політики на економічні процеси та фінансово-кредитні відносини [185, с. 179].

Складні умови функціонування перехідної економіки суттєво обмежують не лише можливості впливу політики облікової ставки центрального банку на економічні процеси, а й навіть використання її як індикатора господарської кон'юнктури та загальної оцінки спрямування монетарної політики центрального банку. Однак і в сучасних умовах облікова ставка Національного банку має більшою мірою декларативний, аніж регулятивний, характер через незначні обсяги кредитування центральним банком комерційних та спрямування ними значних обсягів ресурсів на ринок держзобов'язань. Отже, маємо зворотну реакцію: не ринкові ставки реагують на зміну облікової політики центробанку (як це відбувається в європейських країнах), а навпаки – ставки міжбанківського кредитування та дохідність ОВДП у кінцевому підсумку визначали динаміку облікової ставки НБУ. Тому одним із напрямів розвитку фінансово-кредитних відносин шляхом удосконалення політики облікової ставки і механізму рефінансування слід уважати розширення можливостей комерційних банків отримувати кредити в Національному банку, що можливо в разі зміни пріоритетів у його кредитній активності з ринку держоблігацій на позичкові операції з комерційними банками. Реалізація цього завдання дала б можливість суттєво розширити сфери застосування політики облікової ставки саме як інструмента монетарного регулювання.

Таким чином слід зробити облікову ставку НБУ більш гнучким та індикативним інструментом регулювання грошового ринку, привести її рівень у відповідність з об'єктивною вартістю грошей (як з урахуванням очікуваної інфляції та інших монетарних чинників, так і з огляду на потреби кредитного стимулювання) економіки України), синхронізувавши її зі ставками

міжбанківського кредитного ринку та зробивши більш чітким орієнтиром для вартості грошей на кредитному і депозитному ринках.

Важливо пам'ятати, що адекватна реакція ринку на зміну процентних ставок центральним банком можлива лише за умов існування адекватного конкурентного середовища на ринку банківських послуг, коли належний стан ліквідності комерційних банків і доступ до централізованих кредитних ресурсів дає змогу вести ефективну конкурентну боротьбу за клієнта ціновими методами.

Що ж стосується ставок за основними інструментами рефінансування, можливими діями центрального банку у напрямі вдосконалення їхнього впливу на стабільність грошової одиниці є такі:

1. Синхронізація ставок за основними інструментами рефінансування НБУ з обліковою ставкою та ставками міжбанківського кредитного ринку.

2. Зниження процентного коридору між ставками за кредитами овернайт та депозитними сертифікатами овернайт до 1-2% для підвищення дієвості облікової ставки НБУ як монетарного інструменту.

3. Формування величини коридору з огляду на фактичний рівень банківської ліквідності, рівень банківських ризиків та інфляційні очікування

4. Оперативне коригування процентних ставок за кредитами та депозитами овернайт, з огляду на зміну зовнішніх параметрів (ліквідність, ризики, інфляцію) та встановлений процентний коридор.

Досвід проведення грошово-кредитної політики в розвинутих країнах та країнах з перехідною економікою свідчить, що її цілі та заходи можуть змінюватись відповідно до тих завдань, які необхідно розв'язувати на кожному окремому етапі розвитку. Адже як свідчить практика реалізації грошово-кредитної політики, без розвитку національної економіки неможливо підтримувати стабільність національної грошової одиниці. У зв'язку з цим, одним з основних умов ефективності грошово-кредитної політики виступає стимулювання розвитку виробничого сектора. Тому важливими інструментами впливу грошово-кредитної політики на стабільність національної грошової

одиниці є операції рефінансування, операції репо, операції НБУ з власними борговими зобов'язаннями та операції з державними облігаціями України.

Разом із тим, нарівні із завданнями щодо раціоналізації фінансової політики для розвитку операцій на відкритому ринку як засобу грошово-кредитного регулювання певних заходів слід ужити й Національному банку України. Ідеться передусім про необхідність перегляду політики центрального банку нашої країни, за якої він виступає як генеральний агент з обслуговування, розміщення та погашення облігацій. Природно, що така функція покладає на НБУ цілком визначені обов'язки щодо розміщення державних облігацій на первинному ринку державних цінних паперів через проведення аукціонів. Однак неприродними, з економічної точки зору, є зобов'язання НБУ з викупу ОВДП у разі відсутності попиту на них в інших учасників торгів. Тому основний шлях до оптимізації емісійної діяльності НБУ й ефективного використання операцій на відкритому ринку як інструмента грошово-кредитного регулювання полягає у відмові Національного банку від операцій щодо вкладання коштів в ОВДП на первинному фондовому ринку.

Здійснюючи пошук напрямків вирішення зазначених проблем, на нашу думку, необхідно зупинитись на реалізації таких заходів:

1. Забезпечення високого рівня довіри до державних цінних паперів, що дасть змогу підвищити їх ліквідність за рахунок: недопущення у подальшому реструктуризації боргових зобов'язань уряду і забезпечення повного і своєчасного їх погашення; зниження дохідності ОВДП, що дасть змогу уряду зменшити витрати на обслуговування боргу; збільшити строки обігу державних цінних паперів, позитивним наслідком чого буде можливість ефективнішого використання коштів, залучених внаслідок реалізації цінних паперів держави.

2. Підвищення рівня інформативності учасників ринку, врівноваження обсягів реалізації ОВДП на біржових і позабіржових торгах, створення розгалуженої мережі фінансових посередників та розширення можливості використання поряд із звичайними – цільових державних позик. Для реалізації зазначеної стратегії необхідним, на наш погляд, є здійснення таких заходів:

підвищення вимог щодо інформаційної прозорості операцій з купівлі-продажу ОВДП на вторинному ринку; активізація співпраці НБУ з небанківськими фінансовими посередниками, робота яких, поряд із діяльністю комерційних банків, буде визначальною у розвитку вторинного ринку державних цінних паперів через збільшення кола його учасників, що своєю чергою створить передумови для існування конкурентного середовища на цьому ринку і забезпечить функціонування ефективного механізму ціноутворення на ОВДП внаслідок врівноваження попиту і пропозиції на останні; сприяння поширенню цільових державних позик які передбачають залучення державою коштів через емісію боргових цінних паперів, які будуть використані під конкретні інвестиційні та інноваційні проекти, а емітовані цінні папери будуть трансформовані в акції новостворених підприємств, що дасть змогу скоротити державний борг.

3. З метою удосконалення технології купівлі-продажу цінних паперів за пропозицією О.В. Дзюблюка необхідно здійснювати ці операції з фіксацією курсу або кількості цінних паперів, які Нацбанк виставляє для продажу або виявляє готовність купити. Для стратегії рестрикційної грошово-кредитної політики автор пропонує фіксувати ціну, за якою НБУ готовий продати необмежену кількість ОВДП або встановлювати загальний обсяг тих цінних паперів, які він згоден реалізувати комерційним банкам, незалежно від ринкового курсу, що склався на момент продажу. За умов реалізації експансіоністської монетарної політики пропонується оголосити курс, при досягненні якого Нацбанк скуповуватиме необмежену кількість ОВДП, що будуть пропонуватися для продажу банківськими установами з метою поповнення їх резервів, або зафіксувати визначену кількість цінних паперів, котрі НБУ буде згоден придбати у комерційних банків, незалежно від ціни, яка буде запропонована останніми.

У якості основних операцій управління ліквідністю банківської системи слід розвинути використання операцій РЕПО та інших операцій на відкритому ринку щодо надання і мобілізації ліквідності. Зараз функцію абсорбції

ліквідності в основному виконують операції постійного доступу за депозитними сертифікатами овернайт, що проводяться за ініціативою банків і не дозволяють Національному банку ефективно мобілізувати структурний профіцит ліквідності та відновити нормальне функціонування міжбанківського ринку. Тобто, необхідно кардинально змістити активність з грошово-кредитних операцій постійного доступу до операцій на відкритому ринку. Згідно з успішним досвідом багатьох країн базовими інструментами для операцій на відкритому ринку можуть бути як державні облігації, так і короткострокові та середньострокові (від 6 місяців) депозитні сертифікати центрального банку. Застосування цих інструментів та виправлення помилок процентної політики сприятиме розвитку дискреційної політики і оптимізації регулювання ліквідності банківської системи.

Для цього слід чітко структурувати операції монетарної політики за якісно різними групами наступним чином.

Перша група – основні операції з надання і мобілізації ліквідності – операції на відкритому ринку, які проводяться за ініціативою НБУ. Їх обсяг повинен складати домінуючу частину обсягу всіх операцій Національного банку з управління ліквідністю банківської системи. Основні операції повинні включати у себе: базові операції на відкритому ринку (операції репо та інші), що проводяться на регулярній основі; операції тонкого налаштування, тобто операції додаткового регулювання ліквідності у разі необхідності; структурні операції регулювання ліквідності, спрямовані на стимулювання банківського кредитування реального сектору. Критеріями ефективності операцій першої групи повинні бути їх конкурентна привабливість для банків і формування оптимального обсягу ліквідності у банківській системі, що сприятиме валютній стабілізації і зниженню інфляції без порушення мотивації до кредитування реального сектору.

Друга група – операції постійного доступу, які проводяться за ініціативою банків. Вони повинні мати невеликий обсяг і використовуватись переважно для технічних функцій виконання банками щоденних нормативів, а також для

визначення коридору процентних ставок міжбанківського ринку. До цієї групи операцій належать операції рефінансування овернайт і операції залучення на депозити овернайт. Для уникнення плутанини та унеможливлення маніпуляцій у назві операцій постійного доступу щодо залучення Національним банком коштів на депозити овернайт доцільно прибрати термін «депозитні сертифікати», який повинен використовуватись згідно світовим стандартам для операцій відкритого ринку, а не для операцій постійного доступу. Ефективність операцій цієї групи визначається оптимальністю меж створюваного ними коридору процентних ставок і мінімізацією їх обсягів. Ставки за операціями постійного доступу повинні мати характер штрафів за помилки банківського менеджменту і не повинні заважати активності на міжбанківському ринку та проведенню операцій першої групи на відкритому ринку.

Одночасно з розвитком операцій першої групи необхідно вивести операції постійного доступу Національного банку із розряду конкурентно привабливих через розширення коридору процентних ставок за цими операціями за рахунок зниження ставок за депозитами овернайт НБУ. За цими ставками (за своїм традиційним призначенням у світовій практиці грошово-кредитного регулювання) повинні відбуватися невеликі за обсягом операції, які виконуватимуть лише функції визначення коридору процентних ставок та штрафування за неефективний банківський менеджмент. Основні необхідні обсяги ліквідності повинні надаватися банкам або мобілізуватися через операції репо, а також інші операції на відкритому ринку.

З метою регулювання коротко- та середньострокової ліквідності на незворотній основі, основним заходами, які сприятимуть забезпеченню стабільності національної грошової одиниці, на нашу думку, є такі:

1. Коротко- і середньостроковий прогноз очікуваного рівня інфляції в економіці у 3-6 місячній перспективі, порівняння прогнозованих темпів інфляції з цільовими темпами, передбаченими «Основними засадами грошово-кредитної політики НБУ» на рік

2. Моніторинг фактичного рівня банківської ліквідності, порівняння її величини із рівнем, необхідним для утримування інфляції в межах зазначеного цільового коридору.

3. У разі перевищення фактичною банківською ліквідністю максимально припустимого рівня, за якого починають формуватись інфляційні ризики, вихід НБУ з пропозицією продажу ОВДП, для усунення надлишкової ліквідності.

4. У разі недостатньої банківської ліквідності, яка не забезпечує необхідний для економічного зростання рівень монетизації економіки, вихід НБУ на ринок з пропозицією викупу у банків ОВДП для надання банківському сектору додаткової ліквідності.

5. Розробка та реалізація програмних заходів з активізації розвитку ринку державних цінних паперів (ОВДП) в Україні.

Вплив грошей на реальну економіку відбувається через трансмісійний механізм, який в умовах нестабільного економічного розвитку має такі особливості: кількість каналів обмежена; високий рівень доларизації; низький рівень монетизації економіки; постійні інфляційні очікування, що деформують і обмежують вплив монетарних імпульсів на реальний сектор економіки. Це обумовлює необхідність посилення регулятивного та стимулювального впливу центрального банку на перебіг процесів у грошово-кредитній сфері.

В цілях забезпечення стабільності національної грошової одиниці слід повніше використовувати можливості рефінансування, активізуючи при цьому механізми підтримання ліквідності та розширюючи цілі такого використання з наближенням їх до забезпечення структурних і регіональних пріоритетів. Тому одним із пріоритетних напрямів монетарної політики має бути реалізація заходів щодо підвищення стабільності ресурсної бази комерційних банків. Перш за все Національний банк має працювати в напрямі вдосконалення механізмів рефінансування комерційних банків, для того, щоб розширити можливості банків гнучкіше маневрувати своїм ресурсним потенціалом. Другим кроком у цьому напрямі має стати здешевлення кредитів шляхом проведення відповідної процентної політики. За таких умов відбуватиметься

ефективніший перерозподіл тимчасово вільних коштів та їх спрямування у пріоритетні галузі народного господарства. Вдосконалення політики рефінансування НБУ повинно відбуватися, на нашу думку, за допомогою таких заходів:

1. Виділення для кожного банку ліміту доступних на умовах овернайт кредитних коштів залежно від величини активів і зобов'язань.

2. Застосування звичайного режиму рефінансування (надання кредитів у потрібному банку обсязі, однак не більше встановленого для нього ліміту) на умовах овернайт тільки для стабільних банків.

3. Пруденційний нагляд за банками. Припинення звичайного режиму рефінансування для тих банків, які не дотримуються встановлених НБУ економічних нормативів банківської діяльності. Особлива увага повинна приділятися системно значимим банкам.

4. Періодичний перегляд встановлених лімітів та їх коригування залежно від зміни обсягів активів і зобов'язань банку.

Надання стійким та надійним банкам вільного доступу до ресурсів через відкриття кредитних ліній овернайт та кредитів терміном до 14-ти днів забезпечить ефективну підтримку надкороткострокової ліквідності банківського сектору через кредитний канал монетарного трансмісійного механізму, а подальший розвиток операцій НБУ на відкритому ринку дозволить своєчасно мінімізувати середньострокові диспропорції ліквідності, уникаючи як недостатньої монетизації економіки, так і утворення інфляційних ризиків монетарного походження.

Практика рефінансування має стати провідною в регулюванні рівня ліквідності банківської системи. Це особливо актуально в періоди, коли на фінансових ринках відбуваються кризові ситуації. Механізми такого оперативного реагування використовувала Федеральна резервна система під після подій 11 вересня 2001 року, коли на наступний день було знижено рівень ставки рефінансування, а обсяг фінансових ресурсів, отриманий

американськими банками через механізми так званого «дисконтного вікна», зріс більше ніж у 200 разів [62, с. 18].

При цьому основна проблема, яка виникає в процесі грошово-кредитного регулювання, слабкий розвиток фінансових інструментів, що є наслідком нерозвинутості фондового ринку як державних, так і корпоративних цінних паперів. Ринок державних цінних паперів не розвивається через невідповідність їх вартості під час їх розміщення ринковим умовам, а також унаслідок відсутності уповноважених інституцій, які б здійснювали котирування цін на вторинному ринку, надання переваги зовнішнім запозиченням перед внутрішніми. Своє чергою недосконалість ринку корпоративних цінних паперів передусім пов'язана із закритістю акціонерних товариств, що не забезпечує його прозорого функціонування та обмежує розвиток фінансово-кредитних відносин внутрішніх інвесторів, у тому числі й населення [152, с. 210].

Аналізуючи актуальні питання рефінансування банків, можна зробити такі висновки.

1. Обсяги рефінансування банків не мають бути самоціллю як для регулятора ліквідності – Національного банку, так і для отримувачів ресурсів – банків України.

2. Процес рефінансування банків (обсяги, кількість учасників, період рефінансування) залежить від загального стану грошово-кредитного ринку та від поведінки Національного банку на валютному та фондовому сегментах ринку.

3. Обсяг рефінансування банків повинен бути таким, що відповідає загальному стану грошово-кредитного ринку, включаючи наявні в обігу фінансові інструменти. Національний банк не є ресурсопостачальником банків, а лише здійснює регулювання грошової маси в обігу шляхом підтримання ліквідності банків на короткий період (до 90 днів) навзамін вилучення з обігу наявних фінансових інструментів.

4. Процентна політика Національного банку України щодо кредитів рефінансування повинна сприяти ефективному управлінню грошово-кредитним

ринком загалом і бути спрямованою, з одного боку, на розуміння банками недоцільності одержання від Національного банку України “дорогих кредитів”, а з другого – сприяти розвитку міжбанківського кредитного ринку, на якому банки можуть отримувати кошти.

У межах повноважень та відповідальності Національного банку України одним з головних акцентів у грошово-кредитній політиці повинно бути подальше сприяння відновленню інвестиційного зростання, яке є неможливим без активної участі банків у кредитуванні інвестиційних цілей суб’єктів господарювання, що потребує концентрації банківських ресурсів. Аналіз наукових праць, у яких висвітлено результати дослідження особливостей реалізації грошово-кредитної політики в зарубіжних країнах дає підставу стверджувати, що центральні банки вдавалися до тих чи інших монетарних механізмів та інструментів залежно від історичних умов формування в країні монетарного середовища та розвитку загальноекономічних процесів. Створення конкурентоспроможної економіки та розвиток фінансових ринків, спроможних акумулювати та перерозподіляти як короткострокові, так і довгострокові ресурси, дало можливість цим країнам зняти з центрального банку завдання щодо стимулювання економічного зростання, залишивши на ньому відповідальність лише за забезпечення внутрішньої та зовнішньої стабільності, поступово перейти від прямих до ринкових інструментів грошово-кредитного регулювання [5, с. 10].

З метою хеджування ризиків зміни умов ліквідності в середньостроковій перспективі Національний банк має можливість проводити операції рефінансування на термін до п’яти років з плаваючою ставкою. Зазначені операції рефінансування повинні проводитися на прозорих засадах, принципах рівного доступу, а їх ціноутворення ґрунтуватися на ключовій ставці, що одночасно сприятиме посиленню процентного каналу монетарного трансмісійного механізму.

Необхідно запровадити інструменти і операції грошово-кредитної політики для стимулювання банківського кредитування реального сектору економіки,

особливо високотехнологічної промисловості, малого та середнього бізнесу. З цією метою розробити середньострокові інструменти та моделі рефінансування прозорих і стійких українських банків для збільшення їх портфелів кредитів підприємствам реального сектору, зокрема високотехнологічним, а також малому і середньому бізнесу (funding for lending scheme). При цьому слід розробити чіткі індикатори ефективності та механізми контролю реалізації цих схем. Головним принципом такого структурного рефінансування повинна бути залежність його розмірів і процентної ставки від обсягу та якості банківського портфеля кредитів для підприємств реального сектору.

Однак довгострокове рефінансування повинно носити не всеохоплюючий характер, а відповідати низці вимог: претендувати на довгострокове рефінансування можуть банки, які дотримуються вимог щодо капіталізації та обов'язкового резервування, усіх економічних нормативів та працюють на банківському ринку не менше 5 років; інвестиційні проекти, які передбачено реалізувати за рахунок коштів рефінансування, мають відповідати таким вимогам: повинні бути спрямовані виключно національним виробникам на розвиток виробництва конкурентоспроможної та імпортозамінної продукції, зміцнення експортного потенціалу держави, збільшення кількості робочих місць та відповідати загальнодержавним пріоритетам; відповідність вимогам науково-технічного прогресу та екологічним вимогам; наявність реальних можливостей підприємства щодо успішної реалізації проекту, досягнення поставлених цілей, а також вчасного і своєчасного погашення кредитної заборгованості; кредити повинні надаватися на такі цілі: розширення виробничих потужностей у пріоритетних для інвестування галузях економіки, регіонах, напрямках вкладення коштів; прискорення розвитку наукоємних та високотехнологічних виробництв, здатних суттєво вплинути на розвиток науково-технічного потенціалу та вітчизняної економіки загалом; науково-технічне оновлення виробництва з підвищенням його техніко-економічних показників і забезпеченням конкурентоспроможності на світовому ринку; процентна ставка за рефінансуванням повинна встановлюватися в розмірі

облікової; до предметів застави, що можуть бути прийняті під забезпечення кредиту, належать: державні цінні папери; майнові права на кошти в національній валюті, які обліковуються на кореспондентському рахунку в НБУ або в банках-резидентах; гарантії Кабінету Міністрів України; гарантії банків, які мають офіційний кредитний рейтинг за міжнародною шкалою не нижчий, ніж "інвестиційний клас"; іноземна валюта; нерухоме майно; боргові цінні папери та акції великих компаній, що вільно обертаються на ринку, облігації іноземних емітентів з високими рейтингами міжнародних рейтингових агентств, високоліквідні регіональні цінні папери, а також банківські метали.

Також нині назріла необхідність у вирішенні таких завдань у сфері забезпечення стабільності національної грошової одиниці: забезпечення зростання обсягів національних інвестиційних ресурсів в економіці країни при незмінності рівня інфляції; здешевлення кредитних ресурсів банків, які спрямовуються на модернізацію основних засобів і розширення виробничих потужностей; підвищення капіталізації вітчизняної банківської системи за рахунок створення НБУ механізму перерозподілу грошових коштів у ній через інструменти управління ліквідністю і трансформації короткострокових ресурсів (2–3 тижні) у довгострокові (1–10 років).

Для вирішення зазначених вище завдань доцільним буде прискорений розвиток нового інструменту – програми масових емісій субординованих облігаційних позик (СОП) комерційних банків на термін до 7–10 років з подальшим використанням цих позик в операціях репо НБУ. Такі облігації можуть випускати банки України у формі ринкових траншів (які обертатимуться на організованому ринку цінних паперів), так і неринкових (які обертатимуться на позабіржовому ринку, наприклад, до 50–60% від обсягу емісії). Причому доцільним буде введення механізму регулювання співвідношення між цими траншами залежно від стану розвитку фінансових ринків, пріоритетності конкретних економічних проектів тощо. Придбавати такі транші можуть організації і суб'єкти державної власності, які відають

грошовими коштами держави, наприклад НБУ, державні інвестиційні фонди, Міністерство фінансів тощо.

За СОП рекомендується виплачувати дохід у формі купона за фіксованою ставкою на весь термін обертання з відповідною періодичністю (наприклад, 6 місяців, 1 рік). При цьому дохідність за траншами може становити 7–10% річних. Ліквідність таких цінних паперів може бути забезпечена за рахунок введення НБУ відкритої оферти про викуп цих облігацій, наприклад, з періодичністю один раз на рік. Також варто включити СОП до переліку активів, які використовує Національний банк України в операціях репо з комерційними банками. При цьому виникає реальна можливість перетворити короткострокові ресурси в довгострокові. Реалізація такого механізму створить низку сприятливих умов у напрямі розширення обсягів інвестиційних ресурсів: по-перше, дасть змогу підвищити рівень довіри контрагентів один до одного; по-друге, виникне довгостроковий ціновий орієнтир вартості інвестиційних ресурсів, що сприятиме стабілізації процентних ставок загалом. А для зниження інфляційного ризику доцільно передбачити цільовий характер використання банками коштів від емісії СОП, тобто спрямовувати їх на кредитування підприємств реального сектору економіки для оновлення основних засобів, створення високоефективних технологій, розвиток нових виробництв.

При високих обсягах і темпах насичення економіки кредитними ресурсами можливо знизити інфляцію. Цього можна досягнути в основному двома способами. Перший – це встановлення банками такого графіка погашення кредитної заборгованості, при якому майже весь грошовий потік позичальника від реалізації інвестиційного проекту буде спрямований на погашення його заборгованості перед банком. Відповідно вільні грошові кошти надійдуть не раніше від кінцевого терміну окупності проекту, тобто в цьому разі через 7–10 років. Разом із тим обсяги надходжень до бюджетів зростатимуть, позаяк розширюватиметься база оподаткування, а також зростатимуть обсяги обов'язкових зборів та платежів, які виникатимуть у ході реалізації

інвестиційного проекту, в результаті чого матиме місце мультиплікаційний ефект зростання дохідних статей державного бюджету. За другим способом, комерційні банки можуть вживати заходів, при яких сплачені позичальниками кошти в рахунок обслуговування їхніх інвестиційних проектів можуть повертатися до держави через механізми рефінансування. При цьому ці кошти можуть бути знову спрямовані як нові інвестиційні кредити економічним суб'єктам [131, с. 23].

Реалізація такого механізму дасть змогу підвищити рівень довіри економічних агентів до банків та створить довгостроковий ціновий орієнтир вартості інвестиційних ресурсів, що сприятиме стабілізації процентних ставок загалом. Таким чином субординована облігаційна позиція дасть змогу забезпечити інтереси всіх сторін: для уряду – це приплив інвестиційних ресурсів в економіку, розвиток її реального сектору, створення нових виробничих потужностей, зниження рівня безробіття, збільшення обсягів ринку високоякісної продукції, у тому числі у сфері малого та середнього бізнесу; для НБУ – зростання рівня капіталізації вітчизняної банківської системи на ринковій основі і забезпечення її стабільності в умовах настання кризових явищ, зростання ефективності використання банківського капіталу; для сектору державних фінансів – зростання рівня дохідності від розміщення грошових коштів порівняно з існуючими напрямками інвестування, а також від податкових надходжень; для банків – розширення ресурсної бази, зростання рівня капіталізації шляхом створення стимулу економічно ефективного випуску акцій, використання облігацій СОП для отримання кредитних коштів у межах проведення операцій репо, гарантування повернення вкладених в СОП коштів через оферту НБУ, що є особливо актуальним для невеликих банків, які істотно впливають на розвиток малого і середнього бізнесу в регіонах.

Щоб розвиток довгострокового рефінансування не спричинився до зниження стабільності національної грошової одиниці, слід запровадити такі інструменти та операції грошово-кредитної політики, які переорієнтовуватимуть кошти, що задіяні у розкручуванні спіралі профіциту

ліквідності на кредитування реального сектору економіки. З цією метою запровадити монетарні інструменти середньострокової дії від 1 року (зокрема, середньострокові депозитні сертифікати НБУ) для мобілізації зазначених коштів і подальшого їх спрямування у реальний сектор через механізми структурного рефінансування.

Запропоновані при цьому рекомендації щодо вдосконалення інструментів грошово-кредитної політики, повинні належним чином знайти своє відображення у нормативно-правових документах та методичних рекомендаціях НБУ, що створить фундаментальні передумови для ефективного функціонування монетарного трансмісійного механізму в Україні в цілях забезпечення стабільності національної грошової одиниці.

Висновки до розділу 3

1. В результаті систематизації зарубіжного досвіду виділено та обгрунтовано моделі впливу грошово-кредитної політики на забезпечення стабільності національної грошової одиниці: модель «двох опор» (Австралія, Канада, Нова Зеландія, Бразилія, Чилі, Мексика, Швейцарія, Німеччина, Польща, Словенія та більшість країн ЄС); модель валютної стабілізації (Японія, Гонконг, Аргентина, Панама, Еквадор, Індонезія, Норвегія, Казахстан; кредитно-фондова модель (США, Китай, Англія). Відмінності цих моделей зумовлені політикою грошово-кредитного регулювання, макроекономічною ситуацією та чинним законодавством у різних країнах, а також розвитком методів антиінфляційної політики. Дослідження показали, що в Україні забезпечення стабільності національної грошової одиниці засобами грошово-кредитної політики здійснюється в основному за моделлю валютної стабілізації та кредитно-фондовою моделлю.

2. На основі узагальнення досвіду зарубіжних країн визначено можливості його адаптації до української специфіки забезпечення стабільності грошової одиниці у таких напрямках: підтримка режиму інфляційного таргетування і

трансмисії ключової процентної ставки (ЄЦБ, Канада, Нова Зеландія); підвищення рівня незалежності центрального банку (Англія); підвищення прозорості грошово-кредитної політики та вдосконалення комунікацій із суспільством (Німеччина, Швеція); розбудова операційного дизайну грошово-кредитної політики та вдосконалення її інструментів (США, Китай); формування та використання золотовалютних резервів, упередження різких змін обмінного курсу національної грошової одиниці, згладжування коливань у функціонуванні валютного ринку (Японія, Норвегія та Казахстан).

3. У межах повноважень та відповідальності Національного банку України одним з головних акцентів у грошово-кредитній політиці повинно бути подальше сприяння забезпеченню стабільності грошової одиниці відповідно до таких стратегічних орієнтирів: 1. Подальше використання монетарного режиму інфляційного таргетування. 2. Підвищення ролі каналів трансмісійного механізму у процесах забезпечення стабільності грошової одиниці. 3. Дотримання режиму плаваючого обмінного курсу. 4. Узгодження та подальша координація бюджетно-податкової та грошово-кредитної політики. 5. Посилення незалежності Національного банку України. 6. Підвищення рівня прозорості грошово-кредитної політики і розширення сфери комунікацій з широким колом громадськості. 7. Формування комплексної системи макроекономічного прогнозування та аналізу центрального банку. 8. Вдосконалення операційного дизайну грошово-кредитної політики. 9. Вдосконалення методичних підходів до оцінки стабільності грошової одиниці. 10. Підвищення ефективності використання інструментів грошово-кредитної політики для забезпечення стабільності національної грошової одиниці.

4. У дисертації визначено, що головними напрямками впливу центрального банку на забезпечення стабільності національної грошової одиниці в контексті підвищення ролі каналів трансмісійного механізму є розроблення адекватної економічних умов процентної політики та реалізація антиінфляційних заходів на основі використання монетарного режиму таргетування інфляції. Це дало змогу обґрунтувати структурно-логічну схему функціонування

монетарного трансмісійного механізму грошово-кредитної політики з огляду на зв'язки між окремими каналами, що дає змогу визначити ключові напрями, методи та інструменти грошово-кредитної політики, за допомогою яких центральний банк впливає на стабільність грошової одиниці.

5. Обґрунтовано доцільність здійснення емісій субординованих облігаційних позик (СОП) комерційних банків, які дадуть змогу підвищити рівень капіталізації вітчизняної банківської системи за рахунок створення НБУ механізму перерозподілу грошових коштів у ній через інструменти управління ліквідністю і трансформації короткострокових ресурсів (2-3 тижні) у довгострокові (1 – 10 років) з подальшим використанням цих позик в операціях репо НБУ. Такі облігації обертатимуться на організованому та позабіржовому фондових ринках, які можуть випускати банки України. Реалізація такого механізму дасть змогу підвищити рівень довіри економічних суб'єктів до банків та створить довгостроковий ціновий орієнтир вартості інвестиційних ресурсів, що сприятиме стабілізації процентних ставок загалом. Для зниження інфляційного ризику доцільно передбачити цільовий характер використання банками коштів від емісії СОП – спрямовувати їх на кредитування підприємств реального сектору економіки для оновлення основних засобів, створення високоефективних технологій, розвиток нових виробництв.

6. На основі дослідження інструментів грошово-кредитної політики НБУ запропоновано шляхи їх вдосконалення на досягнення цілей стабільності національної грошової одиниці, зокрема в частині: обов'язкових резервних вимог (забезпечення еластичності системи обов'язкового резервування, розширення критеріїв диференціювання величини резервних вимог, зниження їх обсягів на величину довгострокових кредитів, нарахування і сплата процентів на величину обов'язкових резервів банків); процентної політики (синхронізація ставок рефінансування НБУ з обліковою ставкою та ставками міжбанківського ринку, зниження процентного коридору між ставками за кредитами НБУ та депозитними сертифікатами та формування його величини з огляду на фактичний рівень банківської ліквідності та інфляційні очікування,

оперативне коригування ставок з огляду на зміну зовнішніх параметрів (ліквідність, ризики, інфляцію) та встановлений процентний коридор); операцій на відкритому ринку (розробка та реалізація програмних заходів з активізації розвитку ринку державних цінних паперів (в Україні, моніторинг фактичного рівня банківської ліквідності, порівняння її величини із рівнем, необхідним для утримування інфляції в межах зазначеного цільового коридору врахування при здійсненні операцій репо інфляційних ризиків та максимально припустимого рівня банківської ліквідності); рефінансування банків (встановлення та дотримання лімітів рефінансування залежно від величини активів і зобов'язань стабільних банків, періодичний перегляд та коригування лімітів їх залежно від зміни обсягів активів і зобов'язань банку).

Основні результати, одержані у третьому розділі, опубліковано у працях [18; 19; 21; 22; 207, 209].

ВИСНОВКИ

У дисертації проведено теоретичне дослідження і подано нове вирішення важливого наукового завдання – розробка теоретико-методологічних засад грошово-кредитної політики, удосконалення методичних підходів та розробка практичних рекомендацій щодо підвищення її ефективності в контексті забезпечення стабільності грошової одиниці в Україні. Результати проведеного дослідження дозволили сформуванню низки висновків, що забезпечують вирішення поставлених цілей відповідно до теми дисертації.

1. Актуалізація питання формування і реалізації грошово-кредитної політики, пов'язана, насамперед, з нестабільністю економічної і політичної ситуації та спрямованістю діяльності центрального банку на забезпечення стабільності національної грошової одиниці. Успішність виконання цього завдання безпосередньо залежить від управління грошовими агрегатами, проголошення та ретельного дотримання центральним банком чітких і зрозумілих цілей обраної політики, а також раціонального вибору грошово-кредитних інструментів для їх досягнення.

2. Основними характеристиками, якими визначається стабільність грошової одиниці, є: системний та синергетичний характер, який проявляється результатом унаслідок забезпечення цінової, кредитної та валютної стабільності; множинність можливих станів і динамічний аспект з огляду на діапазон можливих значень та їх зміною у різні часові моменти; відносний характер, що проявляється у ймовірності настання дестабілізацій; базування на довірі до грошової одиниці; максимально ефективне виконання грошовою одиницею функцій засобу обміну, нагромадження та міри вартості, внаслідок стабільності її купівельної спроможності.

3. Забезпечення стабільності національної грошової одиниці потрібно здійснювати на засадах системного підходу з позицій підтримки належного рівня купівельної спроможності грошової одиниці на зовнішніх і внутрішньому ринку, високого рівня довіри та відносної незмінності її вартості, ефективного

виконання грошовою одиницею покладених на функцій. Стабільність національної грошової одиниці передбачає стабільність цін на товари і послуги всередині країни, стабільність цін на кредитні ресурси, а також стабільність обмінного курсу національної валюти.

4. З урахуванням більшості положень, що формують комплексний підхід до вивчення інструментів грошово-кредитної політики як складного багатогранного поняття, розвинуто наявні підходи до його класифікації шляхом доповнення такими класифікаційними ознаками: форма впливу (емісійні, неемісійні), рівень значимості (базові, додаткові), характер впливу на стабільність грошової одиниці (цінові, кредитні, валютні).

5. Запропонований науково-методичний підхід до проведення оцінки і аналізу стабільності грошової одиниці з виділенням підготовчого, розрахунково-аналітичного, рекомендаційного етапів, що дозволяє виявити ризики і загрози, здійснювати пошук та обґрунтування рішень і заходів у напрямку підвищення стабільності національної грошової одиниці. В основу запропонованого науково-методичного підходу покладено систему оціночних показників – індекс споживчих цін, індекс цін виробників, базова інфляція споживчих цін, дефлятор ВВП, рівень монетизації ВВП, відношення зовнішнього боргу до ВВП, відношення сальдо поточного рахунку платіжного балансу до ВВП, рівень фінансової доларизації, узагальнюючий показник нестабільності грошової одиниці.

6. Аналіз використання інструментів грошово-кредитної політики засвідчив негативні наслідки впровадження в Україні режиму інфляційного таргетування, зокрема в частині недосконалого регулювання валютного курсу, виникнення зовнішніх і внутрішніх шоків, скорочення швидкості обігу грошей, переважне спрямування грошових ресурсів у сферу споживання та на валютний ринок, невиконання обліковою ставкою ролі орієнтира при визначенні ціни на кредити, а також проведення обмежувальної грошово-кредитної політики, спрямованої на досягнення інфляційної цілі з огляду на немонетарний характер більшості причин інфляції. Це призвело до уповільнення темпів економічного

зростання, погіршення умов функціонування вітчизняного банківського сектору, що негативно відображається на стабільності національної грошової одиниці та посилює інфляційні очікування.

7. В ході дослідження виявлено основні проблеми грошово-кредитної політики в контексті забезпечення стабільності національної грошової одиниці, серед яких: низький рівень незалежності НБУ; неналежна координація грошово-кредитної політики з бюджетно-податковою політикою держави; недостатня прозорість дій, слабка його підзвітність суспільству та недієва комунікаційна політика; недосконалий операційний дизайн грошово-кредитної політики; дисбаланси у політиці НБУ з рефінансування банків; неефективність наявного монетарного режиму; шоки з боку дій Національного банку України внаслідок його фундаментальних системних помилок у сфері валютної політики та ін.

8. Узагальнено напрями імплементації зарубіжного досвіду в Україні для впливу грошово-кредитної політики на забезпечення стабільності національної грошової одиниці – підтримка режиму інфляційного таргетування і трансмісії ключової процентної ставки (ЄЦБ, Канада, Нова Зеландія); підвищення рівня незалежності центрального банку (Англія); підвищення прозорості грошово-кредитної політики та вдосконалення комунікацій із суспільством (Німеччина, Швеція); розбудова операційного дизайну грошово-кредитної політики та вдосконалення її інструментів (США, Китай); формування та використання золотовалютних резервів, упередження різких змін обмінного курсу національної грошової одиниці, згладжування коливань у функціонуванні валютного ринку (Японія, Норвегія та Казахстан).

9. Подальше сприяння забезпеченню стабільності національної грошової одиниці потребує удосконалення грошово-кредитної політики Національного банку України згідно таких стратегічних орієнтирів: подальше використання монетарного режиму інфляційного таргетування; підвищення ролі каналів трансмісійного механізму у процесах забезпечення стабільності грошової одиниці; дотримання режиму плаваючого обмінного курсу; узгодження та

подальша координації бюджетно-податкової та грошово-кредитної політики; посилення незалежності Національного банку України; підвищення рівня прозорості грошово-кредитної політики і розширення сфері комунікацій з широким колом громадськості; формування комплексної системи макроекономічного прогнозування та аналізу центрального банку; вдосконалення операційного дизайну грошово-кредитної політики та підвищення ефективності використання монетарних інструментів; вдосконалення методичних підходів до оцінки стабільності грошової одиниці.

10. Забезпечення стабільності національної грошової одиниці є необхідною умовою для ефективного впливу на економічне зростання України, що потребує створення центральним банком у процесі реалізації грошово-кредитної політики сприятливих монетарних передумов. Основними серед яких є дієва процентна політика, надійний механізм управління ліквідністю банківської системи і система антиінфляційних заходів, які ґрунтуються на використанні режиму таргетування інфляції та стимулювання дії каналів трансмісійного механізму грошово-кредитної політики.

11. Підвищення ефективності використання інструментів грошово-кредитної політики передбачає перегляд операційних цілей, завдань та механізмів їх реалізації, які мають створити фундаментальні передумови для ефективного функціонування монетарного трансмісійного механізму в Україні в цілях забезпечення стабільності національної грошової одиниці. Диференційоване застосування нормативів обов'язкового резервування оптимізує вплив грошового каналу; управління обліковою ставкою, ставками за операціями рефінансування та скорочення процентного коридору НБУ оптимізує процес впливу на вартість грошових ресурсів в економіці через процентний канал, а ключова процентна ставка – облікова ставка НБУ, стане об'єктивним індикатором вартості грошей; надання стабільним банкам доступу до рефінансування забезпечить ліквідності банківської системи через кредитний канал монетарного трансмісійного механізму.

12. Узагальнюючий показник нестабільності грошової одиниці запропоновано розраховувати шляхом як середнє арифметичне шляхом зважування показників роздрібного товарообороту, обсягів наданих кредитів та імпорту країни на зміну індексу споживчих цін середньої процентної ставки за кредитами та індексу девальвації/ревальвації грошової одиниці відповідно, що дасть змогу виявити фактори і причини зміни в стабільності грошової одиниці у розрізі її складових (цінова, кредитна, валютна).

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Адамик Б. П. Центральний банк і грошово-кредитна політика. Київ: Кондор, 2011. 416 с.
2. Адамик Б.П. Національний банк і грошово-кредитна політика. Тернопіль: Карт-бланш, 2002. 278 с.
3. Аналіз ефективності монетарної політики національного банку України. Financial and economic analysis office in the VRU. URL: https://feao.org.ua/wp-content/uploads/2016/08/FEAO_Analysis-of-the-NBU-Monetary-Pollicy-Effectiveness_A5_03.pdf
4. Андрущак Є.М., Хар В.С. Трансмісійний механізм грошово-кредитної політики в Україні // Науковий вісник НЛТУ України. 2011. Вип. 21.6. С.106-113.
5. Аржевітін С.М. Грошово-кредитні відносини в розвитку економіки України: автореф. дис. ... д-ра екон. наук. Київ, 2011. 32 с.
6. Бабійчук Т.П. Проблеми стабільності національної грошової одиниці України в сучасних умовах // Науковий вісник НЛТУ України. 2013. Вип. 23.16. С.182-187.
7. Базилевич В., Базилевич К., Баластрик Л. Макроекономіка : навч. посіб. Київ: Знання, 2008. 743 с.
8. Барановський О. І. Сутність і різновиди фінансових криз // Фінанси України. 2009. № 5. С. 3-20.
9. Башнянин Г. І. Грошово-кредитне регулювання у змішаних і транзитивних економіках: методи, інструменти та ефективність. Львів: Видавництво Львів. комерц. академії, 2009. 206 с.
10. Белінська Я., Биховченко В. Інфляційні тенденції та стабільність національної грошової одиниці України // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Економіка. 2013. Вип. 8. С. 12-15. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/VKNU_Ekon_2013_8_5
11. Белінська Я. Проблеми і напрями узгодження фіскальної та монетарної політики // Фінанси України. 2005. №10. С.124-131.

12. Береславська О. Інтервенції на валютних ринках як інструмент курсової та грошово-кредитної політики // Вісник НБУ. 2005. №10. С.36-41.
13. Береславська О. Ревальвація гривні: вплив на інфляційні процеси в Україні та рівень доларизації економіки // Вісник НБУ. 2006. №2. С.20-25.
14. Бричка Б. Б. Валютний канал трансмісійного механізму грошово-кредитної політики // Вісник Львівського національного університету імені Івана Франка. Серія Економічна. 2019. № 57. С. 200-208.
15. Бричка Б. Б. Політика зміни нормативу обов'язкового резервування в Україні // Держава та регіони. Серія : Економіка та підприємництво. 2019. № 3. С. 223-228. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/drep_2019_3_43.
16. Бричка Б. Б. Суть, цілі та типи грошово-кредитної політики // Причорноморські економічні студії. 2019. Вип. 40. С. 182-186. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/bses_2019_40_35 – 0,60 д.а.
17. Бричка Б.Б. Класифікація грошово-кредитної політики // Економіка сьогодення: актуальні питання та інноваційні аспекти: матеріали I Міжнародної науково-практичної конференції, м. Запоріжжя, 31 січня 2020 року. Запоріжжя: ГО «СІЕУ», 2020. С. 86-89.
18. Бричка Б.Б. Монетарний режим таргетування інфляції та його ефективність // Причорноморські економічні студії. 2019. Вип. 42. С. 175-181. URL: http://bses.in.ua/journals/2019/42_2019/34.pdf – 0,66 д.а.
19. Бричка Б.Б. Незалежність центрального банку, її переваги та недоліки // Наука та інтелектуальний капітал у системі факторів трансформаційної економіки: матеріали Всеукраїнської науково-практичної конференції, м. Київ, 17 серпня 2019 року. Київ: ГО «Київський економічний науковий центр», 2019. С. 90-92.
20. Бричка Б.Б. Облікова ставка та аналіз її динаміки в Україні // Інфраструктура ринку. 2019. №31. С. 3-9. URL: <http://www.market-infr.od.ua/uk/31-2019>
21. Бричка Б.Б. Передавальний механізм грошово-кредитної // Сучасні міжнародні економічні відносини: становлення та особливості розвитку: матеріали Всеукраїнської науково-практичної конференції, м. Одеса, 17 серпня 2019 року. Одеса: ЦЕДР, 2019. С. 90-93.

22. Бричка Б.Б. Перспективи запровадження таргетування номінального ВВП // Формування ринкової економіки. 2019. Вип. 42. С. 3-13.
23. Бричка Б.Б. Суть, переваги та недоліки операцій на відкритому ринку // Актуальні питання економіки, обліку, фінансів та права в сучасних умовах: матеріали Міжнародної науково-практичної конференції, м. Полтава, 1 червня 2019 року. Полтава: «Центр фінансово-економічних наукових досліджень», 2019. С. 16-18.
24. Бричка Б.Б. Таргетування інфляції: суть, переваги та передумови запровадження // Стратегія формування відкритої господарської системи в Україні: матеріали Міжнародної студентсько-аспірантської наукової конференції, м. Львів, 16-17 травня 2008 року. Львів: ЛНУ ім. Івана Франка, 2008. С. 35-36.
25. Бричка Б.Б. Фактори стабільності національної грошової одиниці // Інформаційні технології та фінансова система: сучасний стан, ефективність, перспективи: матеріали Міжнародної науково-практичної конференції для студентів, аспірантів та молодих учених, м. Київ, 31 січня 2020 року. Київ: Аналітичний центр «Нова Економіка», 2020. С. 83-87.
26. Бурда М., Виплош Ч. Макроекономіка: Європейський контекст: підручник. Київ: Основи, 1998. 682 с.
27. Валютно-курсова політика України: монографія / М.І. Крупка, М.І. Кульчицький, Н.В. Жмурко, Д.В. Ванькович. Львів: ЛНУ імені Івана Франка, 2012. 366 с.
28. Волоснікова Н.М. Системні чинники грошово-кредитної політики ата їх вплив на мікро- та макроекономічні процеси в Україні // Вісник НТУ «Харківський Політехнічний Інститут». 2018. № 20(1296). С. 87-90.
29. Галушко Ю. П. Сучасні підходи до визначення сутності інструментів монетарного впливу // Фінансово-кредитна система України в умовах інтеграційних і глобалізаційних процесів : матеріали XIV Всеукраїнської наук.-практ. конф. студентів та аспірантів, м. Черкаси, 22–24 квітня 2015. Черкаси : ЧІБС УБС НБУ, 2015. С. 26-29.
30. Гальчинський А. Монетарна складова стратегії економічного розвитку // Економіка України. 2002. №7. С.4-8.

31. Гаркуша Ю.О., Особливості рефінансування банків в Україні // Інфраструктура ринку. 2017. №14. С. 266-269. URL: http://www.market-infr.od.ua/journals/2017/14_2017_ukr/48.pdf
32. Головнин М. Ю. Теоретические основы денежно–кредитной политики в условиях глобализации. Москва : Институт экономики РАН, 2008. 48 с.
33. Горбатюк Л. А., Диба М.І. Підвищення рівня монетизації як важливий фактор макроекономічної стабільності України // Вісник КЕФ КНЕУ ім. В. Гетьмана. 2011. № 2. С. 42–51.
34. Горшкова Н. Валютно-курсова політика: практичний досвід та рекомендації // Вісник НБУ. 2007. №1. С. 62-67.
35. Гребеник Н. Основні віхи у формуванні та проведенні грошово-кредитної (монетарної) політики в Україні. Стаття перша. Становлення монетарної політики в незалежній Україні // Вісник НБУ. 2007. №5. С. 12-19.
36. Гриценко А. Стабильность денежной единицы и экономическое развитие // День. 2001. № 135. URL: <https://day.kyiv.ua/ru/article/podrobnosti/stabilnost-denezhnoy-edinicy-i-ekonomicheskoe-razvitiie>
37. Гриценко А., Кричевська Т. Монетарна стратегія: шлях до ефективної грошово-кредитної політики. Стаття перша. Необхідність і передумови формування монетарної стратегії як форми комунікації центральних банків // Вісник НБУ. 2005. №11. С. 8-17.
38. Гриценко А., Кричевська Т. Монетарна стратегія: шлях до ефективної грошово-кредитної політики. Стаття друга. Архітектоніка монетарних стратегій і зарубіжний досвід їх формування та застосування // Вісник НБУ. 2006. №2. С. 8-19.
39. Гриценко А., Кричевська Т. Монетарна стратегія: шлях до ефективної грошово-кредитної політики. Стаття третя. Основні засади побудови і запровадження середньострокової монетарної стратегії в Україні // Вісник НБУ. 2006. №7. с. 8-22.

40. Гриценко А., Кричевська Т. Цілі та стратегія грошово-кредитної політики. URL : <http://dspace.nbu.gov.ua/bitstream/handle/123456789/28462/08-Hrytsenko.pdf?sequence=1>.
41. Гриценко А., Унковська Т. Механізм валютної трансмісії: інституційно-поведінковий підхід // Вісник НБУ. 2007. №11. С. 8-11.
42. Гроші та кредит: підруч. / за заг. ред. М. І. Савлука. Київ : КНЕУ, 2006. 744 с.
43. Гроші та кредит: навч. посібник / За ред. д.е.н., проф. М.І. Крупки. Львів: Вид. центр ЛНУ імені Івана Франка, 2010. 408 с.
44. Грудзевич Я. Розвиток інституційної основи грошово-кредитної політики в Україні // Вісник НБУ. 2006. №6. С. 27-29.
45. Гудзовата О.О. Зарубіжний досвід державної грошово-кредитної політики та зміцнення фінансової безпеки // Економічний вісник Запорізької державної інженерної академії. 2016. Вип. 6-2 (06). С. 92-93.
46. Гудзовата О.О. Механізм реалізації грошово-кредитної політики в системі зміцнення фінансової безпеки України : дисер. ... докт. ек. наук: 21.04.01 – економічна безпека держави (економічні науки). Київ, 2019. 421 с.
47. Гулиев, О.Ф. Особенности денежно-кредитной политики Китая: динамика и главные задачи // Экономические науки. 2015. № 2. С. 109-116.
48. Гурська Ю.О., Пайтра Н.Г. Вплив політики національного банку України на грошово-кредитну сферу в умовах режиму інфляційного таргетування // Східна Європа: економіка, бізнес та управління. 2018. Випуск 3(14). С. 332-336.
49. Гурський Д.Ю. Особливості застосування обов'язкових резервів як інструмента регулювання грошово-кредитного ринку в Україні // Зовнішня торгівля: економіка, фінанси, право. Серія. Економічні науки. 2014. №5-6 (76-77). С. 193-201.
50. Даниленко Ю.В., Столяр О.В. Шляхи підвищення стабільності національної валюти // Збірник наукових праць Національного університету державної податкової служби України. 2014. № 1. С. 59-67.

51. Данилишин Б. Незалежність НБУ — це незалежність політики, а не окремих осіб. URL: https://glavcom.ua/columns/b_danilishyn/nezalezhnist-nbu-ce-nezalezhnist-politiki-a-ne-okremih-osib-637308.html
52. Деньги и кредит: Учебник. 4-е изд., перераб. и доп. / Под общ. ред. М. И. Савлука. К.: КНЭУ, 2006. 744 с.
53. Дзюблюк О. Грошово–кредитна політика в період кризових явищ на світових фінансових ринках // Вісник НБУ. 2009. № 5. С. 20–30.
54. Дзюблюк О. Оптимізація передавального механізму грошово-кредитної політики центрального банку // Вісник НБУ. 2003. №1. С.32-37.
55. Дзюблюк О. Стратегія монетарної політики Національного банку України та її вплив на економічний розвиток // Вісник НБУ. 2008. №1. С.8-15.
56. Дзюблюк О.В. Перспективи оптимізації трансмісійних механізмів грошово-кредитної політики в період кризових явищ на фінансових ринках // Фінанси, облік і аудит. Київ: КНЕУ, 2012. Вип.19. С.55-64.
57. Дідур С.В., Глухова В.І., Єлісеєва О.Є. Аналіз тенденцій коливання валютного курсу в умовах кризи в Україні // Економіка і суспільство. 2016. № 5. С. 338-343.
58. Долан Э. Дж. Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика: учебник / под общ.ред. В. Лукашевича. М., 1996. 448 с.
59. Долан Э., Кэмпбелл К., Кэмпбелл Р. Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика. Москва : Профико. 1991. 448 с.
60. Дорофієва Н., Цокол А. Таргетування інфляції у відкритій перехідній економіці // Вісник НБУ. 2003. №11. С. 8-12.
61. Дуда Б. Літнє потепління валютної політики НБУ – лібералізація замість репресій. URL : <http://news.finance.ua/ua/news/-/382072/bogdan-duda-litnye-poteplynnyavalyutnoyi-polityky-nbu-liberalizatsiyazamist-represij>.
62. Ершов М. Денежно-кредитные механизмы и задачи экономического развития // Аналитический банковский журнал. 2007. № 6 (145). С. 18–20.
63. Жмурко Н.В., Митко О.І. Аналіз тенденцій коливання валютного курсу в Україні // Глобальні та національні проблеми економіки. 2018. №21. С. 586-590.

64. Загородній А.Г., Вознюк Г.Л., Смовженко Т.С. Фінансовий словник. 3-тє вид., випр. та доп. Львів. Центр Європи, 1997. 576 с.
65. Закон України „Про Національний банк України” від 20.05.1999 № 679-ХІУ (зі змінами і доповненнями). URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/679-14>
66. Закон України «Про кабінет Міністрів України» від 27.02.2014 № 794-VII. URL: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/794-18>.
67. Запаранюк Т.В. Теоретичні засади визначення сутності грошово-кредитної політики у системі монетарного регулювання економіки // Вісник Тернопільського національного економічного університету. 2013. № 12. С. 36-43.
68. Зоря С.П. Грошово-кредитна політика: сутність та особливості реалізації // Ефективна економіка. 2015. №10. URL: http://www.economy.nayka.com.ua/pdf/10_2015/51.pdf
69. З 11 січня 2019 року запрацював новий операційний дизайн монетарної політики. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/z-11-sichnya-2019-roku-zapratsyuvav-noviy-operatsiyniy-dizayn-monetaryoi-politiki>
70. История экономических учений. Учебник/ под ред.Гусейнова Р.М., Горбачёвой Ю.В., Рябцевой В.М.. М:ИНФРА-М-Сибирское соглашение, 2000. 252 с.
71. Іванов В.М., Сафіщенко І.Я. Грошово-кредитні системи зарубіжних країн: курс лекцій. К.: МАУП. 2001. 232 с.
72. Інструменти грошово-кредитного регулювання. URL: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=71289884>
73. Інфляційний звіт НБУ за квітень 2019 року. URL: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=93772773>
74. Кіреєв О., Крилова В. Світова практика застосування цінних паперів у реалізації грошово-кредитної політики центральних банків // Вісник НБУ. 2005. №3. С.20-23.
75. Клименко О.І. Об’єктивна необхідність удосконалення монетарної політики України в сучасних умовах. URL: <http://academy.gov.ua/ej/ej13/txts/Klimenko.pdf>

76. Коваленко В.В., Ткаченко Д.Ю. Операції рефінансування у забезпеченні ліквідності банків України // Східна Європа: економіка, бізнес та управління. 2017. № 3 (08). С. 275-278.
77. Коваленко Д.І., Венгер В.В. Фінанси, гроші та кредит: теорія та практика: навчальний посібник. К.: Центр учбової літератури, 2013. 578 с.
78. Ковалюк О.М. Фінансовий механізм організації економіки України (проблеми теорії і практики): монографія. Львів: Видавничий центр Львівського національного університету імені Івана Франка, 2002. 396 с.
79. Козик В.В., Панкова Л.А., Даниленко Н.Б. Міжнародні економічні відносини: навчальний посібник. К.: Знання, 2008. 406 с.
80. Козюк В. В. Центральний банк та грошово-кредитна політика. Тернопіль : Джура, 1999. 260 с.
81. Козюк В. Вплив відкритості економіки на монетарну політику: емпіричний аналіз на прикладі країн ОЕСР // Вісник НБУ. 2005. №7. С. 50-54.
82. Козюк В. Проблеми емпіричної верифікації незалежності центральних банків // Вісник НБУ. 2003. №5. С. 48-51.
83. Компанієць С. Таргетування інфляції: питання політики та реалізації // Вісник НБУ. 2005. №1. С. 26-27.
84. Кондратов Д. И. Денежно-кредитная политика в странах // Экономический журнал ВШЭ. 2012. № 2. С. 202–236.
85. Конституція України (Відомості Верховної Ради України (ВВР), 1996, № 30, ст. 141) // Вища рада правосуддя. Офіційний сайт. Нормативні акти. URL: http://www.vru.gov.ua/legislative_acts/1 (дата звернення: 13.09.2019)
86. Коркач І.В. Теорико-методологічні аспекти розвитку механізму монетарного регулювання економічних процесів // Економічний вісник університету. 2017. Випуск № 34/1. С. 259-267
87. Костюченко Я. О. Міжнародний досвід використання нетрадиційної грошово-кредитної політики // Актуальні питання сучасної світової економіки і МЕВ. 2013. Випуск 115 (Частина I). С. 185-189.
88. Крилова О. В. Особливості грошово-кредитної політики національного банку України // Інвестиції: практика та досвід. 2018. № 23. С. 23–26.

89. Лагутін В. Монетарна політика і державні фінанси // Економіка України. 2002. №7. С.10-17.
90. Лановий В. Аналіз операцій національного банку України на відкритому ринку // Світ Фінансів. 2015. №2. С. 19-31.
91. Лапчук Я.С. Суть та цілі грошово-кредитної політики // Науковий вісник НЛТУ. 2014. Вип. 24.6. С. 235-243.
92. Левченко Р. Формування та реалізація монетарної політики Національного банку України в контексті переходу до інфляційного таргетування // Соціально-економічні проблеми і держава. 2015. Вип. 1 (12). С. 256-265.
93. Лисенко Р., Ніколайчук С., Сомик А. Монетарний трансмісійний механізм в Україні. Стаття 2. Аналіз дії трансмісійного механізму грошово-кредитної політики // Вісник НБУ. 2007. №11. С.18-24.
94. Лісовенко В. В., Бенч Л.Я., Бец О. І. Державний борг: концептуальні засади та макроекономічні аспекти // Фінанси України. 2014. №12. С. 7-31.
95. Лобозинська С.М. Особливості застосування НБУ резервних вимог у регулюванні банківництва // Науковий вісник Ужгородського університету : Серія: Економіка. 2010. Спецвип. 29. Ч. 2. С. 292–296.
96. Лук'яненко І. Г., Жук В. М. Аналіз часових рядів Частина друга : Побудова VAR і VECM моделей з використанням пакета E.Views 6.0.: практичний посібник для роботи в комп'ютерному класі. Київ : Національний Університет Києво-Могилянська академія; Аграр Медіа Груп. 2013. 174 с.
97. Люзняк М. Е., Бартош О.М. Інструменти грошово-кредитної політики НБУ та їх вплив на депозитний та кредитний ринки // Ефективна економіка : електрон. наук. фах. вид.. 2011. №12. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/efek_2011_12_21
98. Лютий І.О. Грошово-кредитна політика в умовах перехідної економіки: монографія. К.: АТАКА. 2000. 240 с.
99. Макроекономічний та монетарний огляд. URL: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=58037.

100. Малахова О.Л., Іващук О.О. Дієвість інструментів монетарної політики: вітчизняні реалії та світовий досвід // *Young Scientist*. 2017. № 10 (50). С. 951-958.
101. Марцин, В. С. Наукознавство : підручник. К.: УСБ ; НБУ, 2007. 580 с.
102. Марчук О.О. Тактичні цілі грошово-кредитної політики та їхня роль у реалізації проміжних і стратегічних цілей // *Науковий вісник НЛТУ*. 2010. Вип. 20.9. С. 198-203.
103. Мельник Т. В. Інструменти монетарної політики та практика їх застосування Національним банком України // *Науковий вісник Ужгородського національного університету. Серія Міжнародні економічні відносини та світове господарство*. 2018. № 22 (Ч. 2) . С. 113-119.
104. Мельник Т. В. Переваги і недоліки основних режимів монетарної політики // *Проблеми забезпечення ефективного функціонування та стабільного розвитку банківської системи України : збірник тез доповідей V наук.-практ. конф. студентів, аспірантів та молодих вчених, приурочена до Дня банківського працівника, м. Київ, 28 травня 2015 р. Київ: УБС НБУ, 2015. С. 41–43.*
105. Мельник Т. В. Трансмисійні лаги у монетарній політиці // *Сучасні тенденції трансформації економіки та управління : матеріали Міжнародної наук.-практ. конф., м. Київ 20-21 жовтня 2017 р. Київ: Таврійський національний університет імені В. І. Вернадського, 2017. С. 141-144.*
106. Мизес Л. Человеческая деятельность: трактат по экономической теории / Пер. с 3-го испр. англ. изд. Челябинск: Социум, 2008. 878 с.
107. Мисак С. О. Фінансова політика. Київ: ІАЕ, 2002. 139 с
108. Мишкін Фредерік С. Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків / Пер. з англ. С. Панчишин, А. Сташишин., Г. Стеблій. Київ: Основи, 1999. 963 с.
109. Мищенко С.В. Оценка устойчивости денежно-кредитного рынка и стабильности денег // *Экономика и управление*. 2010. N 9 (59). С. 65-69.
110. Мікроекономіка і макроекономіка: підруч. / С. Будаговська, О. Кілієвич, І. Луніна та ін.; за заг. ред. С. Будаговської. 3–е вид. Київ : Вид–во Соломії Павличко «Основи», 2003. 517 с.

111. Міщенко В. Методологічні та методичні проблеми запровадження таргетування інфляції // Вісник НБУ. 2006. №5. С. 40-45.
112. Міщенко В., Сомик А. Доларизація: причина та наслідки для економіки України // Вісник НБУ. 2007. №5. С. 28-31.
113. Міщенко В., Сомик А. Монетарний трансмісійний механізм в Україні. Стаття 1. Теоретичні засади трансмісійного механізму грошово-кредитної політики // Вісник НБУ. 2007. №6. С. 24-27.
114. Міщенко В., Сомик А., Шульга С. Монетарний трансмісійний механізм в Україні. Стаття 3. Напрями вдосконалення трансмісійного механізму грошово-кредитної політики на основі зарубіжного досвіду // Вісник НБУ. 2007. №12. С. 24-28.
115. Міщенко В.І. Грошово-кредитна політика в Україні / В.І. Міщенко, В.С. Стельмах, А.О. Єпіфанов, Н.І. Гребеник. 2-е вид., перероб. і доп. Київ: Знання, 2003. С. 421.
116. Міщенко В.І. Роль і функції монетарного трансмісійного механізму в забезпеченні цінової стабільності // Фінанси України. 2015. №1. С. 29-46.
117. Міщенко В.І., Міщенко С.В. Удосконалення дії каналів трансмісійного механізму грошово-кредитної політики в Україні в умовах переходу до таргетування інфляції // Актуальні проблеми економіки. 2015. №1(163). С. 421-428
118. Міщенко С.В. Проблеми забезпечення ліквідності банків на основі використання механізмів рефінансування // Фінанси України. 2009. № 7. С. 75–88.
119. Моисеев С. Р. Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики // Финансы и кредит. 2002. № 18. С. 38–51.
120. Моїсеєнко Б. Європейський досвід антиінфляційної грошово-кредитної політики // Вісник Наукового інформаційно-аналітичного центру НАТО Прикарпатського національного університету імені Василя Стефаника. 2009. Вип. 2. С. 131-132.
121. Монетарна політика Національного банку України: сучасний стан та перспективи змін / за ред. В. С. Стельмаха. Київ: Центр наукових досліджень Національного банку України, УБС НБУ, 2009. 404 с.

122. Монетарна політика. URL: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=875457&cat_id=71412.
123. Монетарний трансмісійний механізм в Україні: науково-аналітичні матеріали. К.: Центр наукових досліджень Національного банку України, 2008. Вип. 9. 144 с.
124. Мусієнко Т. Необхідні передумови і форми взаємодії країн – учасниць ЄС у сфері грошово-кредитної та валютної політики // Вісник НБУ. 2005. №1. С. 22-25.
125. Науменкова С. Основні тенденції розміщення грошової маси та їх вплив на формування грошово-кредитної політики // Вісник НБУ. 2006. №1. С. 19-27.
126. Науменкова С., Міщенко С. Регулирование денежного обращения на основе использования методов и инструментов денежно-кредитной политики // Вісник Київського національного університету ім. Т. Шевченка. 2013. № 6 (147). С. 66–72.
127. Небава М.І. Теорія макроекономіки: навч. посіб. К.: Слово, 2005. 536 с.
128. Недільська Л.В. Грошовий ринок України: складові елементи, стан та тенденції розвитку // Вісник ЖНАЕУ. 2016. № 2 (57). т. 2. С. 140-147.
129. Нікіфоров П. Монетарна політика в системі економічної політики держави: теоретичні підходи та прикладні аспекти // Економіка України. 2001. №10. С-25-30.
130. Нікіфоров П. О. Теорія та метрологія регулювання грошового обігу. Чернівці : Рута, 2002. 240 с.
131. Новикова В. Инвестиции для экономики: как усовершенствовать денежно-кредитную политику // Аналитический банковский журнал. 2007. № 6 (145). С. 21–25.
132. Носов О. Державне регулювання стабільності та ефективності грошових систем // “Демократичне врядування”. 2014. Вип. 13. URL: http://lvivacademy.com/vidavnitstvo_1/visnik13/fail/Nosov.pdf
133. Облікова ставка Національного банку України. *Національний банк України*. URL:

https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=53647&cat_id=44580 (дата звернення: 07.05.2019)

134. Олефір В.К. Економічні цикли і кризи: історія і сучасність // Актуальні проблеми економіки. 2013. №10 (148). С. 23-35.

135. Оришин Т. М., Тришак Л.С. Особливості застосування різних видів та режимів грошово-кредитної політики в сучасних реаліях // Економіка та держава. 2018. №6. С. 47–50.

136. Осипчук Д.Г. Проблеми грошово-кредитної політики в Україні та шляхи їх вирішення // Наукові праці НДФІ 3 (44). 2008. С. 152—159.

137. Основні засади грошово-кредитної політики на 2020 рік та середньострокову перспективу (схвалено рішенням Ради Національного банку України від 10 вересня 2019 року). URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/vr037500-19>

138. Основні положення Стратегії комунікацій Національного банку України. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Strategy_Communication_NBU.pdf?v=4

139. Панчишин С. Макроекономіка: навч. посібник. Вид. 3-тє, стереотипне. К.: Либідь, 2005. 616 с.

140. Панчишин С.М. Макроекономічний аналіз товарної форми виробництва: монографія. Львів: Видавничий центр Львівського національного університету імені Івана Франка, 2004. 452 с.

141. Папаїка О. О., Гобанкський А.Б. Світовий досвід антиінфляційної політики держави: рекомендації для України // Економічний вісник Національного гірничого університету. 2010. № 1. С. 41-45.

142. Патрикац Л., Компанієць С. Проблеми вибору та визначення оптимальної моделі монетарного устрою в Україні // Вісник НБУ. 2003. №7. С. 2-7.

143. Петрик О. Інфляція в Україні: проблеми, ризики, перспективи // Вісник НБУ. 2007. №3. С. 2-13.

144. Петрик О. Недооцінка гривні та її наслідки для монетарної політики // Вісник НБУ. 2005. №2. С. 3-5.

145. Петрик О. Цілі та основні режими сучасної монетарної політики // Вісник НБУ. 2006. №6. С. 6-13.

146. Петрик О., Половнъов Ю. Проблема вибору цільового показника монетарної політики Національного банку України // Вісник НБУ. 2003. №7. С. 8-14.

147. Плужніков І. О. Механізм узгодження бюджетної та грошово-кредитної політики держави // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України. 2003. Т. 7. С. 84–91.

148. Побережна Н. М., Колісніченко А.С. Зарубіжний досвід грошово-кредитної політики та особливості застосування деяких аспектів банківської системи в Україні // Науковий вісник Ужгородського університету. Серія Економіка. 2014. Вип. 2 (43). С. 92-97.

149. Проблеми цінової та фінансової стабільності й інноваційного розвитку в Україні : монографія / за ред. д-ра екон. наук, проф. А. Я. Кузнєцової. К. : УБС НБУ, 2010. 263 с.

150. Пуховкіна В.М. Еволюція політики рефінансування в Україні // Фінанси, облік і аудит. 2010. № 16. С. 146–153.

151. Пшик Б.І. Роль грошово-кредитної політики у забезпеченні цінової стабільності в Україні // Формування ринкової економіки в Україні. 2019. Вип. 41. Ч. 2. с. 360 – 367.

152. Пшик Б.І. Фінансово-кредитні відносини в Україні: проблеми становлення, перспективи розвитку, напрями вдосконалення: монографія. Інститут регіональних досліджень НАН України. К.: УБС НБУ, 2011. 530 с.

153. Розпорядження Національного банку України “Комунікаційна політика Національного банку України щодо збирання та поширення статистичної інформації та публікацій (рекомендації)” від 21.01.2013 р. № 26-р. П. 3.3.1 URL: <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0026500-13/sp:max20>

154. Ротбард М. Государство и деньги: Как государство завладело денежной системой общества / Пер. с англ. И. Франц. под ред. и с предисл. Г. Сапова. Челябинск: Социум, 2008. 207 с.

155. Савченко Т.Г., Піонтковська Я.О. Структура та інструменти грошово-кредитного ринку // Проблеми і перспективи розвитку банківської

системи України: Зб. наук. праць. Вип. 37. Суми : ДВНЗ «УАБС НБУ», 2013. С.169-180

156. Самуельсон П. А., Нордгаус В.Д. Макроекономіка: підручник. К. : Вид-во «Основи», 1995. 676 с.

157. Сегеда Л.М. Трансмісійний механізм грошово-кредитної політики як основа впливу центрального банку на перебіг економічних процесів // Вчені записки ТНУ імені В. І. Вернадського. Серія: Економіка і управління. 2018. Том. 29(68). №3. С. 164-172.

158. Скрипник А., Варваренко Г. Вплив валютно-курсової політики та інфляційні процеси в Україні // Вісник НБУ. 2007. №1. С. 40-49.

159. Скрипниченко М.І., Яценко Г.Ю. Інструментальний аналіз розриву ВВП в Україні // Економіка і прогнозування. 2018. № 1. С. 58-78.

160. Сліпченко Т. Вибір оптимального режиму монетарної політики в Україні в контексті європейського досвіду // Вісник ТНЕУ. 2008. № 2. С. 29-36.

161. Сліпченко Т.О. Теоретичний аналіз монетарних режимів та критерії його вибору для України // Науковий вісник НЛТУ. 2010. Випуск. 20.10. С. 232-238.

162. Сомик А. В. Підходи та проблеми оцінки ефективності грошово-кредитної політики національного банку України // Електронне наукове фахове видання «Ефективна економіка». 2014. № 12. URL: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=3697>.

163. Стельмах В.С., Єпіфанов А.О., Гребеник Н.І., Міщенко В.І. Грошово-кредитна політика в Україні / За ред. В.І. Міщенка. 2-ге вид., перероб. і доп. К.: Т-во „Знання”, КОО, 2003. 421 с.

164. Стратегія валютних інтервенцій Національного банку України на 2016-2020 роки (затверджено Рішенням Правління Національного банку України 06.09.2016 № 261-рш). URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/vr261500-16#Text>

165. Стратегія монетарної політики НБУ на довгострокову перспективу зберігає режим інфляційного таргетування. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/strategiya-monetarynoyi-politiki-nbu-na-dovgostrokovu-perspektivu-zberigaye-rejim-inflyatsiynogo-targetuvannya>

166. Структурні зміни та економічний розвиток України : монографія / Геєць В.М., Шинкарук Л.В., Артёмова Т.І. та ін.; за ред. д-ра екон. наук Л.В.Шинкарук ; НАН України ; Ін-т екон. та прогнозів. К., 2011. 696 с.
167. Тимощук Л.І. Монетарні важелі розвитку економіки України // Сталий розвиток економіки. 2013. №3(20). С. 56-59.
168. Фарина О.І. Моделювання монетарного сектору України методами системної динаміки // Економічний вісник університету. 2014. Випуск № 23/1. С. 156-163.
169. Фетисов Г.Г. Монетарная политика и развитие денежно-кредитной системы России в условиях глобализации: национальный и региональный аспекты. М.: ЗАО «Издательство «Экономика», 2006. 509 с.
170. Финансы, денежное обращение и кредит: учебник / Под ред. М. В. Романовского, О. В. Врублевской. М.: Юрайт-М, 2001. 543 с.
171. Фінансово–кредитні методи державного регулювання економіки / А. І. Даниленко та ін. К. : І-т економіки НАН України, 2003. 415 с.
172. Харрис Л. Денежная теория: Пер. с англ. / Общ.ред. и вступ.ст. В.М.Усоскина. М.: Прогресс, 2010. 750 с.
173. Царихин К.С. Как самому заработать деньги на фондовом рынке. М.: Эксмо, 2007. 432 с.
174. Центральний банк і грошово-кредитна політика: підручник / А.М. Мороз, М.Ф. Пуховкіна, М.І. Савлук та ін.; за ред. д-ра екон. наук, проф. А.М. Мороза і канд. екон. наук, доц. М.Ф. Пуховкіної. К.: КНЕУ, 2005. 556 с.
175. Центральный банк и денежно-кредитная политика: учебник / Мороз А.Н., Пуховкина М.Ф., Савлук М.И., и др.; под общей редакцией доктора экономических наук, профессора Мороза А.Н. и кандидата экономических наук Пуховкиной М.Ф. К.: «Издательство ТрасКонтинент», «Издательство Юникон-Пресс», «Таврия». 2007. 612 с.
176. Черкашина К.Ф., Бур І.С. Тенденції валютного ринку України // Інфраструктура ринку. 2017. Випуск 5. С. 186-189. URL: <https://chmnu.edu.ua/wp-content/uploads/2019/07/CHerkashina-K.-F.-1.pdf>

177. Чумак О.В., Черномаз К.Г. Проблема стабільності національної валюти України в сучасних умовах // Інвестиції: практика та досвід. 2013. № 10. С. 99-103.
178. Шаповалов А. Системні особливості розвитку інфляційних процесів в Україні // Вісник НБУ. 2007. №12. С. 3-7.
179. Шаринська О. Цінова стабільність: сутність і чинники впливу // Вісник НБУ. 2005. №5. С. 34-39.
180. Шаринська О.Є. Цінова стабільність: сутність та місце у системі цілей грошово-кредитної політики // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : збірник наукових праць. Суми, 2005. Т. 13. С. 25-33.
181. Шаров О. Таргетування інфляції: світовий досвід та українські перспективи // Вісник НБУ. 2003. №7. С.15-19.
182. Швайко М.Л. Особливості грошово-кредитної політики в сучасних умовах // Соціальна економіка. 2016. №1. С. 82-86.
183. Швайко М.Л. Сучасні тенденції грошово-кредитної політики України // Вісник Харківського національного університету імені В. Н. Каразіна. Серія «Економічна». 2017. Випуск 92. С. 32-40.
184. Шевчук В.О. Міжнародна економіка: теорія і практика: підручник. Київ: Знання, 2008. 663 с.
185. Шелудько В.М. Фінансовий ринок : навч. посібник . 2-ге вид., випр. і доп. К.: Знання Прес, 2003. 535 с.
186. Шиян Д. Теорія очікувань і монетарна політика: взаємозв'язок та суперечності // Фінанси України. 2006. №11. С. 49-57.
187. Шопіс Л. Використання таргетування інфляції як метод забезпечення цінової стабільності // Наука й економіка. 2007. №1 (5). С. 63-69.
188. Шумська С.С. Монетарна політика та відновлення економічного зростання в Україні // Економіка і прогнозування. 2015. № 3. С. 21-41.
189. Щербакова О. Валютна політика Національного банку України // Вісник НБУ. 2007. №6. С. 6-9.
190. Що таке цінова стабільність і чому вона важлива для економіки України? URL: https://old.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=85376.

191. Юхименко П. Інструментарій впливу грошової політики на економіку // Банківська справа. 2005. №4. С. 27-36.
192. Яценко В. Грошовий обіг у відкритій економіці // Фінанси України. 2006. №4. С.92-98.
193. About the Fed 2019. *Federal Reserve System*. URL: <https://www.federalreserve.gov/aboutthefed.htm>
194. About the RBA 2019. *Reserve Bank of Australia*. URL: <https://www.rba.gov.au/about-rba/>
195. About Us 2020. *Banca D'Italia*. URL: <https://www.bancaditalia.it/chisiamo/index.html>
196. Amable B. Institutional Complementarity and diversity of social system of innovation and production // *Review of International Political Economy*. 2000, vol. 7 № 4, P. 645
197. Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2018. *International Monetary Fund*. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/Annual-Report-on-Exchange-Arrangements-and-Exchange-Restrictions/Issues/2019/04/24/Annual-Report-on-Exchange-Arrangements-and-Exchange-Restrictions-2018-46162>
198. Asso, P. F., Kahn, George A. and Leeson, Robert. (2010). The Taylor Rule and the Practice of Central Banking. *Federal Reserve Bank of Kansas City*. Working Paper RWP 10-05.
199. Bachmann R., Berg T., Sims E. Inflation Expectations and Readiness to Spend: Cross-Sectional Evidence // *American Economic Journal. Economic Policy*. 2015. № 7 (1) . P. 1–35.
200. Banco Central Do Brasil 2019. *Banco Central do Brasil*. URL: <https://www.bcb.gov.br/en/about>
201. Bank of China 2015. *Central Banks' Guide*. URL: <https://www.boc.cn/en/>
202. Barquero J., Loaiza K. (2017). Inflation and Public Debt. URL: <https://www.cemla.org/PDF/monetaria/PUB-MON-V-01-02.pdf>
203. Borio C., Disyatat P. Unconventional monetary policies: an appraisal: Working Papers № 292 // Bank for international settlements ; Monetary and

Economic Department, November 2009. P. 1–29. URL: <http://www.bis.org/publ/work292.pdf>.

204. Bouakez H., Normandin M. Fluctuations in the Foreign Exchange Market: How Important Are Monetary Policy Shocks? // *Journal of International Economics*. 2010. № 81 (1). P. 53-104

205. Brychka V.B. Dynamics of the Ukrainian hryvnia exchange rate and its factors // *Формування ринкової економіки*. 2019. Вип. 41. С. 50-58.

206. Brychka V.B. FED's monetary policy and its influence on // *Методичні підходи до формування стратегічного бачення соціально-економічного розвитку регіонів: матеріали Міжнародної науково-практичної конференції, м. Дніпро, 22 червня 2019 року*. Дніпро: НО «Перспектива», 2019. С. 87-89.

207. Brychka V.B. Fisher's equation and Taylor's rule in the U.S. // *Теоретичні та практичні аспекти антикризового регулювання економіки країни: матеріали Всеукраїнської науково-практичної конференції, м. Одеса, 4 травня 2019 року*. Одеса: ОНУ імені І.І. Мечникова, 2019. С. 84-87.

208. Brychka, V. Impact of foreign direct investment on economic growth in the world during 1975–2015 // *Науковий вісник Львівського національного університету ветеринарної медицини та біотехнологій імені С.З. Гжицького*. 2018. № 20(91), С. 28-32.

209. Brychka V.B. Monetary policy and main macroeconomic indicators on the example of Armenia // *Сучасні підходи до ефективного використання потенціалу економіки: матеріали II Міжнародної науково-практичної конференції, м. Запоріжжя, 22 червня 2019 року*. Запоріжжя: ГО «СІЕУ», 2019. С. 10-12.

210. Chinn M. D. Global spillovers and domestic monetary policy // *BIS Working Papers*. December 2013. № 436. P. 1-23.

211. Clark, Todd E. Nominal GDP Targeting Rules: Can They Stabilize the Economy? // *Economic Review*. Third Quarter 1994. Federal Reserve Bank of Kansas City.

212. Code of Good Practices on Transparency in Monetary and Financial Policies. IMF. 1999. September 26. URL: <https://www.imf.org/external/np/mae/mft/code/index.htm>

213. Diamond, Peter, Eldar Shafir, Amos Tversky. Money Illusion // *The Quarterly Journal of Economics*. 1997. Volume CXII, Issue 2.
214. Frankel, Jeffrey. 2012. Nominal GDP Targeting Could Take the Place of Inflation Targeting. *Jeff Frankels Weblog*.
215. Frankel, Jeffrey. 2012. The Death Of Inflation Targeting. *Project Syndicate*.
216. Friedman, Benjamin M. 2004. Why the Federal Reserve Should Not Adopt Inflation Targeting // *International Finance*. 2004. Vol. 7:1. P. 129-136.
217. Goals and responsibilities of the SNB 2020. Swiss National Bank. URL: https://www.snb.ch/en/iabout/snb/id/snb_tasks
218. Hall, R., Mankiw, N. G. 1994. Nominal Income Targeting. In Mankiw N. G., ed., *Monetary Policy*. Chicago: University of Chicago Press for NBER, P. 71-94.
219. Havranek T., Rusnak M. Transmission Lags of Monetary Policy: A Meta-Analysis // *International Journal of Central Banking*. December 2013. № 4. P 39-75.
220. Holtemoller, O. 2003. Uncovered Interest Rate Parity and Analysis of Monetary Convergence of Potential EMU Accession Countries. URL: <https://www.econstor.eu/obitstream/10419/22254/1/dpsfb200340.pdf>
221. Inflation and the 2% target. Bank of England. URL: <https://www.bankofengland.co.uk/monetary-policy/inflation>
222. Inflation Targeting: Holding the Line. International Monetary Fund. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/basics/target.htm>
223. Kenny, T. The Key Differences Between Deflation and Disinflation. URL: <https://www.thebalance.com/the-difference-between-deflation-and-disinflation-416888>
224. Kireyev A. How to Improve the Effectiveness of Monetary Policy in the West African Economic and Monetary Union // *IMF Working Paper*. 2015. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2015/wp1599.pdf>.
225. Leijonhufvud, A. *Constitutional Constraints on the Monetary Powers of Government*. Constitutional Economics. Lexington, Mass: Lexington Books. 1996.
226. Liberto, D. Reflation. URL: <https://www.investopedia.com/terms/r/reflation.asp>

227. Loaysa, N. and K, Schmidt-Hebbel. Monetary policy: rules and transmission mechanisms. Central Bank of Chile. 2002.
228. Mankiw, N. G. 2007. Macroeconomics. Sixth Edition. *Worth Publishers*.
229. Mishkin, Frederic S., Klaus Schmidt-Hebbel. One Decade of Inflation Targeting in the World: What Do We Know And What Do We Need To Know? // NBER Working Paper 8397. 2001.
230. Mishkin, Frederic S. The Economics of Money, Banking and Financial Markets. Eight edition. *Pearson Addison Wesley*. 2007.
231. Mishkin, Frederic S. Inflation Targeting. *An Encyclopedia of Macroeconomics* (Edward: London). 2001.
232. Mishkin, Frederic S. Monetary policy Strategy. *The MIT Press*. 2009.
233. Missions. Banque de France. URL: <https://www.banque-france.fr/en/banque-de-france/about-banque-de-france/missions>
234. Mohanty M., Turner Ph. Monetary policy transmission in emerging market economies: what is new // BIS Papers. 2008. No 35. P. 1-59.
235. Monetary policy. *Bank of England*. URL: <https://www.bankofengland.co.uk/monetary-policy>
236. Monetary Policy. *Board of governors of the Federal reserve System*. URL: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy.htm>
237. Monetary Policy. *Bank of Canada*. URL: <https://www.bankofcanada.ca/core-functions/monetary-policy/>
238. Monetary Policy. *Bank of Israel*. URL: <https://www.boi.org.il/en/MonetaryPolicy/MonetaryPolicyFramework/Pages/Default.aspx>
239. Monetary Policy. *Bank of Japan*. URL: <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=533>
240. Monetary policy. *Deutsche Bundesbank*. URL: <https://www.bundesbank.de/en/tasks/monetary-policy>
241. Monetary Policy. *Narodowy Bank Polski*. URL: https://www.nbp.pl/homen.aspx?f=/en/onbp/polityka_pieniezna.html
242. Monetary Policy. *National bank of Georgia*. URL: <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=533>

243. Monetary policy. *Sveriges Riksbank*. URL: <https://www.riksbank.se/en-gb/monetary-policy/>
244. Monetary policy. *The People's Bank of China*. URL: <http://www.pbc.gov.cn/english/130727/index.html>
245. Pidkhomnyi O., Demchyshak N., Dropa Ya. (2019). Confidence as the national economy pricing factor: the case of Ukraine. *Espacios*. 2019. 40(20). pp. 21-22.
246. Pidkhomnyi O., Demchyshak N., Dropa Ya. (2019). Population financial activity in the formation of indicators for public confidence level and shadow economy risks: the case of Ukraine. *Espacios*. 40(38). pp. 16-17.
247. Primary objective. *European Central bank*. URL: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/intro/html/index.en.html>
248. Scholl A., Uhlig H. New Evidence on the Puzzles: Results from Agnostic Identification on Monetary Policy and Exchange Rates // *Journal of International Economics*. 2008. № 76 (1). P. 1–13.
249. Sivak T. Inflation targeting vs. nominal GDP targeting // *Macroeconomics Issues*. 2013. No.21, №3. P. 5-11.
250. Smets F. Financial Stability and Monetary Policy: How Closely Interlinked? // *International Journal of Central Banking*. 2014. № 10 (2). P. 264–300.
251. Sumner, Scott. 1989. Using Futures Instrument Prices to Target Nominal Income // *Bulletin of Economic Research*. 41: 157-62.
252. Sumner, Scott. 2012. The Case for Nominal GDP Targeting. *Mercatus Center, George Mason University*.
253. Svensson L. E. Inflation Targeting and «Leaning Against the Wind» / L. E. Svensson // *International Journal of Central Banking*. 2014. № 10 (2). P. 14-65.
254. Svensson L. E. «Leaning Against the Wind» Leads to a Higher (Not Lower) Household Debt-to-GDP Ratio // *Working Paper*. 2013. P. 203-262. URL: <http://www.larseosvensson.net>.
255. Taylor, John. 1995. The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework // *Journal of Economic Perspectives*. 1995. Vol. 9. No. P. 11-26.

256. Taylor, John. 1993. Discretion versus policy rules in practice // Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy. 1993. Vol. 39, issue 1. P. 195-214.

257. Transparency in Monetary and Financial Policies. IMF Factsheet. 2015. September. URL: <https://www.imf.org/external/np/exr/facts/mtransp.htm>

258. Ukraine: Letter of Intent, Memorandum of Economic and Financial Policies, and Technical Memorandum of Understanding. IMF. 2016. September 1. 74 p. URL: <https://www.imf.org/External/NP/LOI/2016/UKR/090116.pdf>

259. Yueh, L. 2018. Why the Bank of England should target growth. Financial News. <https://www.fnlondon.com/articles/why-the-bank-of-england-should-target-growth-20180813>

ДОДАТКИ

ДОДАТОК А

Таблиця А.1

Стратегічні цілі грошово-кредитної політики центральних банків країн світу

<i>Центральний банк</i>	<i>Цілі монетарної політики</i>
Національний банк України	Забезпечення стабільності національної грошової одиниці. Забезпечення стабільності банківської системи. Підтримка сталого економічного зростання, що є основою сталого розвитку економіки країни
Банк Франції	Забезпечення цінової стабільності (згідно з Маастрихтською угодою в межах Єврозони)
Німецький Бундесбанк	Забезпечення цінової стабільності (згідно з Маастрихтською угодою в межах Єврозони)
Банк Італії	Забезпечення цінової стабільності (згідно з Маастрихтською угодою в межах Єврозони)
ФРС США	Ефективне сприяння максимальній зайнятості, стійким цінам і помірним довгостроковим процентним ставкам
Банк Англії	Грошова стабільність (цінова стабільність та довіра до національної валюти). Фінансова стабільність (виявлення та скорочення загроз фінансової системи). Підтримка економічних цілей уряду, в тому числі, зростання зайнятості, досягнення економічної стабільності країни, і забезпечення належних умов для сталого зростання виробництва
Банк Канади	Сприяння результатам економічної діяльності та поліпшенню стандарту життя канадців шляхом збереження низької, стійкої та передбачуваної інфляції
Національний банк Швейцарії	Основна мета — забезпечення стабільності цін, з врахуванням потреб економічного розвитку, створюючи належні умови для економічного зростання
Банк Японії	Забезпечення цінової стабільності. Сприяння впорядкованому функціонуванню фінансової системи. Валютне і грошово-кредитне регулювання повинно спрямовуватися на сприяння надійному розвитку національної економіки
Банк Швеції	Забезпечення цінової стабільності. Досягнення повної зайнятості. Сприяння стійкому економічному зростанню. Забезпечення ефективного функціонування платіжних систем. Забезпечення стабільності фінансової банківської системи
Резервний банк Австралії	Стабільність валюти Австралії; підтримання повної зайнятості, економічного процвітання і добробуту населення Австралії
Банк Китаю	Стабільність курсу національної валюти, що забезпечує в свою чергу економічне зростання
Банк Грузії	Забезпечення цінової стабільності. Забезпечення стабільності фінансової системи. Забезпечення економічного зростання у довгостроковій перспективі
Банк Ізраїлю	Забезпеченням цінової стабільності. Досягнення повної зайнятості. Сприяння стійкому економічному зростанню. Забезпечення стабільності фінансової банківської системи

Джерело: складено автором за [65; 194; 195; 221; 233; 235; 236; 237; 238; 239; 240; 242; 243; 244]

ДОДАТОК Б

Таблиця Б.1

Переваги та недоліки використання основних інструментів грошово-кредитної політики

Інструменти	Переваги	Недоліки
Операції на відкритому ринку	1. Центральний банк має повний контроль над операціями; 2. Гнучкі і точні, можна застосовувати як великі, так і незначні обсяги операцій; 3. У разі необхідності операції купівлі/продажу цінних паперів можна замінити на протилежні (продажу/купівлі) без будь-яких негативних наслідків.	
Обов'язкові резерви	1. Впливають на всі банки однаково; 2. Значний вплив на пропозицію грошей.	1. Можливість виникнення проблем з ліквідністю; 2. Навіть незначні зміни норм обов'язкових резервів; призводять до значних змін пропозиції грошей.
Процентна політика	Сигналізує про наміри центрального банку щодо майбутньої монетарної політики (експансивної/рестрикційної).	1. Центральний банк може впливати на зміну ставки, проте не може змусити банки здійснювати операції за такими ставками; 2. Якщо дисконтна ставка нижча за ринкові ставки, то банки, які отримали кредити від центрального банку, можуть їх використовувати для надання кредитів або купівлі цінних паперів за вищими процентними ставками; 3. За умов нижчих процентних ставок, ніж ринкові, обсяг кредитів рефінансування значно зростає.
Депозитні операції центрального банку	Абсорбування надлишкової ліквідності та нейтралізація тиску тимчасово вільних коштів банків на валютний ринок.	Проведення депозитних операцій НБУ за високими ставками зменшує стимул до проведення кредитних операцій банками.
Рефінансування банків	Виконання центральним банком ролі кредитора останньої інстанції та забезпечення можливості підтримки належного рівня ліквідності за умов прояву панічних настроїв населення під час кризових явищ.	Можливість проведення більш ризикової політики комерційним банком з огляду на можливість отримання допомоги.
Валютні інтервенції	1. Значний вплив на курс національної валюти.	1. Обсяг операцій обмежується розмірами офіційних валютних резервів. Країни із хронічним платіжним дефіцитом замість валютних інтервенцій вдаються до валютних обмежень; 2. Можливість виникнення валютних криз.
Управління золотовалютними резервами	Залежно від розміру золотовалютних резервів можуть проявлятися як переваги, так і недоліки. За умов достатності золотовалютних резервів спостерігається: – забезпечення впевненості в учасників ринку щодо здатності виконання державою своїх зовнішніх зобов'язань; – наявні ліквідні кошти в іноземній валюті можуть бути використані для нейтралізації шоків під час кризових явищ, що забезпечує обмеження впливу факторів зовнішньої вразливості; – підтримання довіри до монетарної політики в частині управління обмінним курсом та грошовими агрегатами; – забезпечення стабільності національної валюти; – наявність резерву на випадок надзвичайних подій.	
Адміністративні методи валютного регулювання	1. Мобілізація додаткових валютних ресурсів в інтересах держави; 2. Захист національної економіки від впливу капіталу, а також від експансії іноземного спекулятивного капіталу.	Негативний вплив на міжнародні валютно-фінансові відносини.

Джерело: узагальнено автором на основі [1; 65; 97; 103]

ДОДАТОК В

Таблиця В.1

Методи оцінки та аналізу стабільності грошової одиниці

№ з/п	Назва методу	Суть методу	Результат застосування
1	2	3	4
1.	Метод порівняння	Передбачає зіставлення невідомого (досліджуваного) явища, предметів із відомими, вивченими раніше, з метою визначення їх спільних рис або відмінностей.	Зіставлення фактичних з плановими і нормативними показниками та показниками минулих періодів, зіставлення паралельних динамічних рядів, зіставлення значень результатів до і після впровадження змін
2.	Метод абстрагування	Дає змогу переходити від конкретних предметів (елементів) до загальних понять і законів розвитку	Розроблення пропозицій щодо підвищення стійкості грошового обігу
3.	Метод групувань	Проведення систематизації та поділу даних на однорідні групи з метою вивчення сутності явищ і процесів, що аналізуються	Розмежування сукупності результатів спостережень на однакісні групи, вивчення внутрішньої будови досліджуваної сукупності, встановлення причинно-наслідкових зв'язків між досліджуваними ознаками явищ та факторів, які впливають на їх зміну
4.	Метод використання абсолютних і відносних показників	Отримання узагальненої характеристики сукупності однорідних явищ за відповідною ознакою.	Аналіз кількісних характеристик (грошової маси, грошових агрегатів тощо) та відносних співвідношень.
5.	Деталізація	Розкладання загальних показників на складові компоненти з метою виявлення причин, що зумовили досягнуті результати.	Деталізація економічних явищ і процесів за часом, місцем здійснення, складовими та окремими економічними суб'єктами

Продовження додатку В

Продовження табл. В.1

1	2	3	4
6.	Графічний метод	Масштабне зображення показників, явищ, процесів за допомогою геометричних знаків.	Аналіз динаміки явищ, процесів, показників, які характеризують грошовий обіг
7.	Метод табличного відображення аналітичних даних	Результати аналізу подаються у вигляді таблиць.	За допомогою таблиць можна охопити аналітичні дані в цілому як єдину систему та простежити зв'язки між досліджуваними показниками.
8.	Елімінування	Усунення дії всіх факторів на відхилення за результатним показником, крім одного.	Вивчення дії зміни даних за одним факторним показником на зміну даних за головним показником.
9.	Економічна діагностика	Виявлення можливих порушень економічних процесів.	З'ясування в ході аналізу порушень нормального ходу економічних процесів за типовими ознаками цих порушень.
10.	Математичні і статистичні методи, методи прогнозування	Проведення кореляційного і регресійного аналізу, дисперсійний аналіз, математичне програмування.	Виявлення зв'язку між окремими явищами та показниками, дослідження факторів впливу, дослідження шляхів оптимізації економічних ситуацій, розроблення економічних прогнозів
11.	Історичний метод	Ретроспективний аналіз економічних явищ і процесів	Виявлення етапів розвитку економічних явищ і процесів, аналіз внеску вчених у дослідження відповідних проблем.
12.	Системний підхід	Вивчення економічного, явища, суб'єкта як складної системи та підсистеми, що входить до складу більш складних систем	Дослідження особливостей функціонування конкретних економічних суб'єктів та економічних систем.

Джерело: [152]

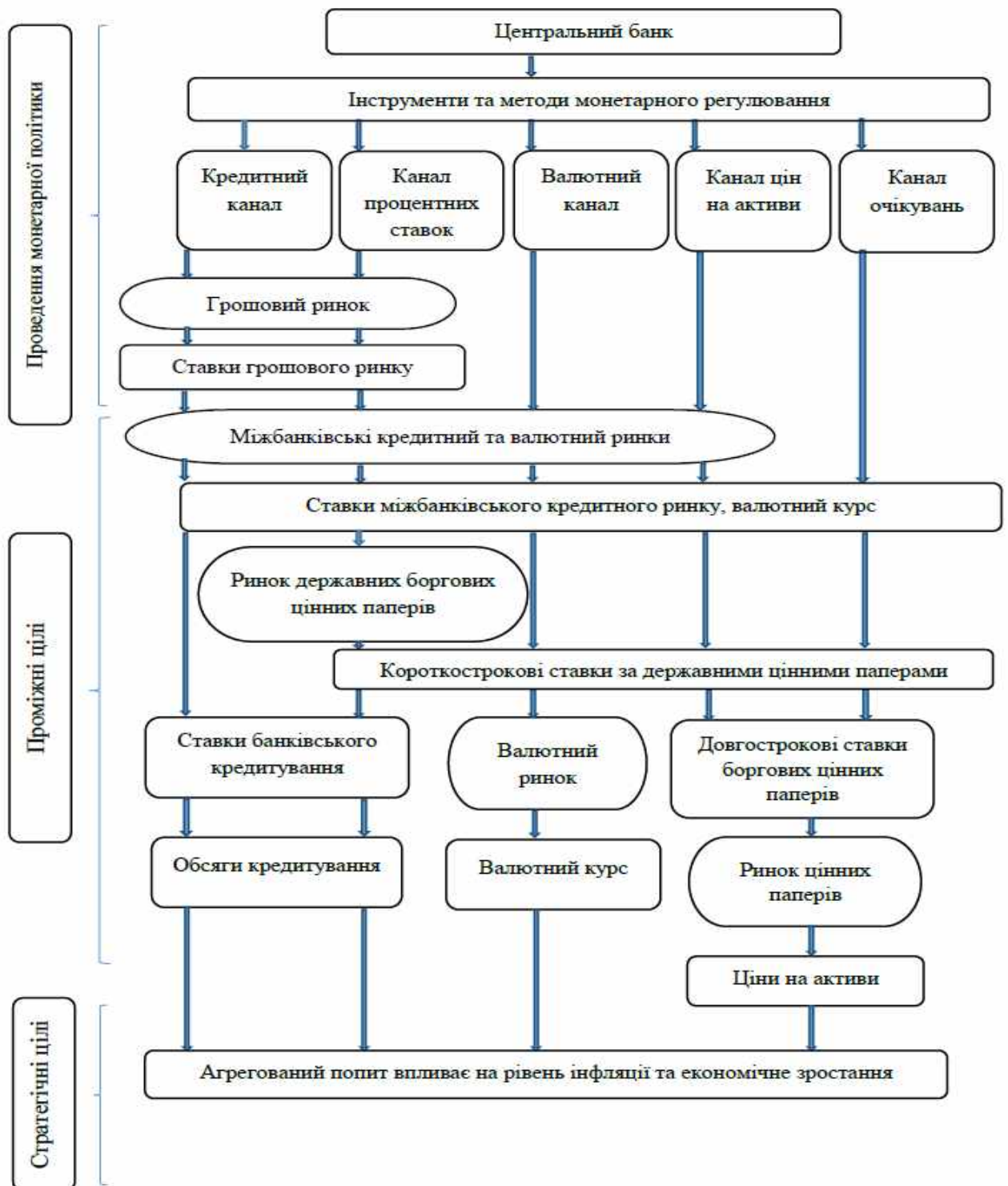


Рис. Г. 1. Схема передавальної дії трансмісійного механізму грошово-кредитної політики на банківську систему та реальний сектор

Джерело: побудовано автором на основі [224]

Канали монетарного трансмісійного механізму

ДОДАТОК Д

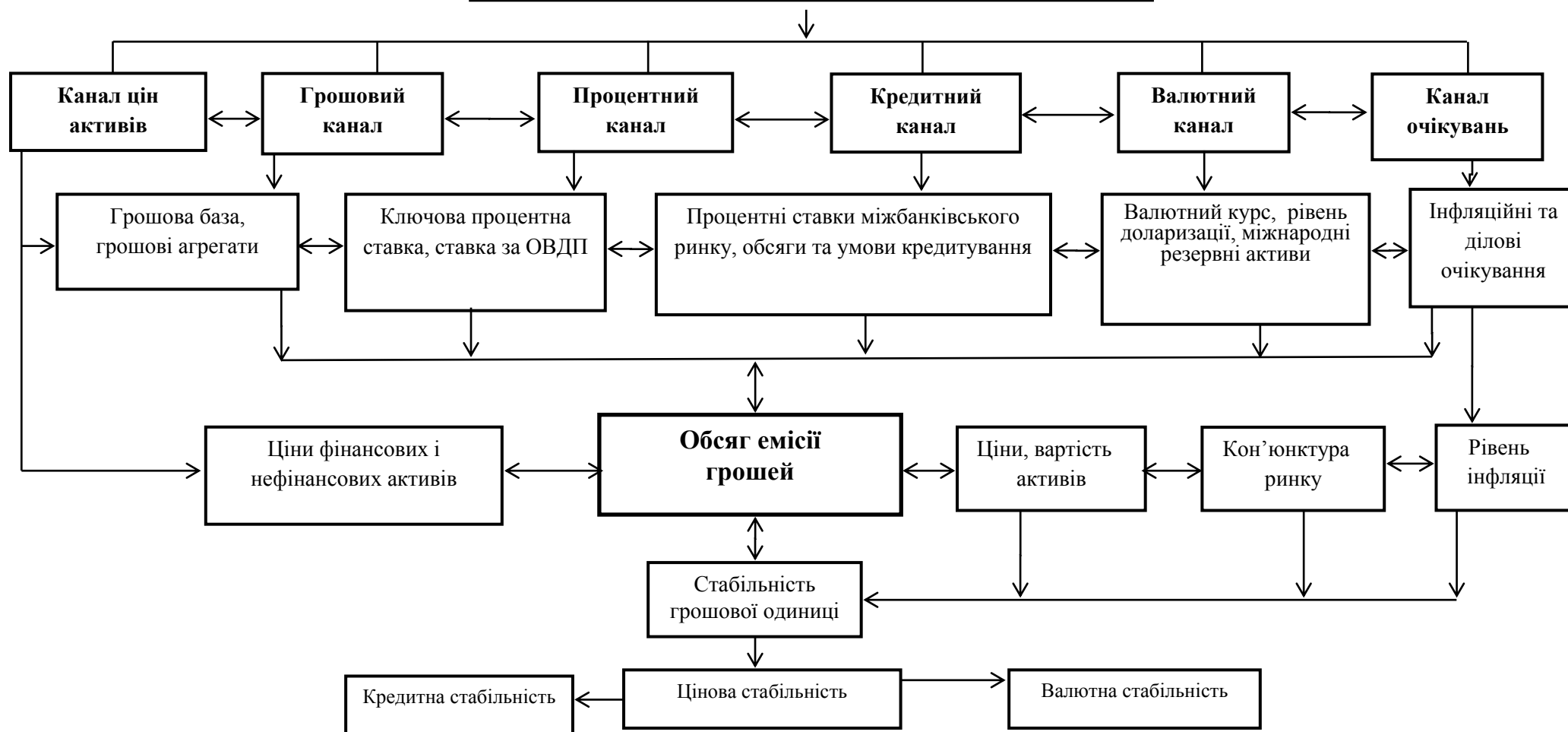


Рис. Д. 1. Структурно-логічна схема використання каналів монетарного трансмісійного механізму в процесі управління монетизацією економіки

Джерело: розроблено автором

Таблиця Е.1

**Умови надання та вилучення ліквідності відповідно до діючого дизайну
монетарної політики**

<i>Інструмент</i>	<i>Мета залучення</i>	<i>Строк</i>	<i>Застава</i>	<i>Порядок надання</i>	<i>Процентна ставка</i>
Постійно діючі монетарні інструменти					
«Овернайт»	Виконання ОР і нормативів	Щоденно	ДОУ, ДС НБУ, облигації МФО	Автоматично, сума обмежується заставою	Ключова ставка плюс 2 п. п.
Щотижневі тендери	Регулювання короткострокової/ середньострокової ліквідності	Три середі поспіль – до 14 днів. Кожна чет-верта середа – до 90 днів	ДОУ, ДС НБУ, іноземна валюта, облигації МФО	Процентний або кількісний тендер. Сума обмежується обсягом тендеру та заставою	Кількісний – ключова ставка плюс 2 п. п. Процентний – гранична ставка дорівнює ключовій плюс 2 п. п.
Монетарні інструменти «тонкого налаштування»					
Пряме РЕПО	Короткострокова ліквідність	Звернення банку (до 90 днів)	ДОУ, облигації МФО	Проведення операції за заявкою	Як для операцій з надання кредитів рефінансування
Позачергові тендери	Підтримка коротко- та середньострокової ліквідності	Залежно від ситуації на ринку (до 90 днів)	ДОУ, ДС НБУ, іноземна валюта, облигації МФО	Процентний або кількісний тендер	Як для щотижневих тендерів
Надання особливих кредитів рефінансування					
Екстрена підтримка ліквідності банків	Покриття дефіциту ліквідності банків, які впливають на стабільність фінансової системи	Залежно від потреби банку до 90 днів. Можливе продовження до 1 року	Гарантії, облигації підприємств, ДІУ, банківські метали, нерухоме майно, май-нові права	Клопотання банку з наданням прогнозу грошових потоків. Кредит надається одним або кількома траншами	Для кожного траншу кредиту – ключова ставка на дату надання траншу плюс 2 п. п.
Підтримка ліквідності ФГВФО	Покриття тимчасового дефіциту коштів ФГВФО	Залежно від потреби ФГВФО на строк до 3-х років з пролонгацією до 5-и років	ДОУ, майнові права на майбутнє надходження	Клопотання ФГВФО з графіком надходжень і витрат та підтвердженням застави. Окрема постанова НБУ	Ключова ставка. При подовженні строку – діюча ставка за договором, але не менше, ніж ключова на дату подовження
Операції з вилучення (абсорбування) ліквідності					
Депозитні сертифікати	Вилучення ліквідності	1-30 днів	–	Сертифікати на 14 днів: два рази на тиждень: вівторок і четвер.	Ключова ставка мінус 2 п. п.

Джерело: складено автором на основі: [72; 101]

СПИСОК ПУБЛІКАЦІЙ ЗДОБУВАЧА

Наукові праці, в яких опубліковані основні наукові результати дисертації:

1. Бричка Б.Б. Перспективи запровадження таргетування номінального ВВП // Формування ринкової економіки. 2019. Вип. 42. С. 3-13. – 0,66 д.а.
2. Бричка Б.Б. Монетарний режим таргетування інфляції та його ефективність // Причорноморські економічні студії. 2019. Вип. 42. С. 175-181. URL: http://bses.in.ua/journals/2019/42_2019/34.pdf – 0,66 д.а.
3. Бричка Б. Б. Політика зміни нормативу обов'язкового резервування в Україні // Держава та регіони. Серія : Економіка та підприємництво. 2019. № 3. С. 223-228. - URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/drep_2019_3_43. – 0,48 д.а.
4. Бричка Б.Б. Облікова ставка та аналіз її динаміки в Україні [Електронний ресурс] // Інфраструктура ринку. 2019. №31. С. 3-9. URL: <http://www.market-infr.od.ua/uk/31-2019> – 0,68 д.а.
5. Бричка Б. Б. Суть, цілі та типи грошово-кредитної політики // Причорноморські економічні студії. 2019. Вип. 40. С. 182-186. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/bses_2019_40_35 – 0,60 д.а.
6. Brychka V.V. Dynamics of the Ukrainian hryvnia exchange rate and its factors // Формування ринкової економіки. 2019. Вип. 41. С. 50-58. – 0,67 д.а.
7. Brychka, V. (2018). Impact of foreign direct investment on economic growth in the world during 1975–2015 // Науковий вісник Львівського національного університету ветеринарної медицини та біотехнологій імені С.З. Гжицького. 2018. № 20(91). С. 28-32. <https://doi.org/10.32718/nvlvet9106>. – 0,52 д.а.
8. Бричка Б. Б. Валютний канал трансмісійного механізму грошово-кредитної політики // Вісник Львівського національного університету імені Івана Франка. Серія Економічна. 2019. № 57. С. 200-208. – 0,57 д.а.

Наукові праці, які засвідчують апробацію матеріалів дисертації:

9. Бричка Б.Б. Класифікація грошово-кредитної політики. збірник матеріалів I Міжнародної науково-практичної конференції (м. Запоріжжя, 31 січня 2020 року). Східноукраїнський інститут економіки та управління. Запоріжжя: ГО «СІЕУ», 2020. С. 86-89. (0,2 д.а.).

10. Бричка Б.Б. Фактори стабільності національної грошової одиниці. Інформаційні технології та фінансова система: сучасний стан, ефективність, перспективи: збірник тез наукових робіт учасників Міжнародної науково-практичної конференції для студентів, аспірантів та молодих учених (м. Київ, 31 січня 2020 р.). Київ: Аналітичний центр «Нова Економіка», 2020. С. 83-87. (0,21 д.а.)

11. Бричка Б.Б. Передавальний механізм грошово-кредитної політики. Сучасні міжнародні економічні відносини: становлення та особливості розвитку: збірник тез наукових робіт учасників Всеукраїнської науково-практичної конференції (м. Одеса, 17 серпня 2019 р.) / ГО «Центр економічних досліджень та розвитку». Одеса: ЦЕДР, 2019. С. 90-93. (0,19 д.а.).

12. Бричка Б.Б. Незалежність центрального банку, її переваги та недоліки. Наука та інтелектуальний капітал у системі факторів трансформаційної економіки: збірник матеріалів Всеукраїнської науково-практичної конференції (м. Київ, 17 серпня 2019 р.). Київ: ГО «Київський економічний науковий центр», 2019. С. 90-92. (0,13 д.а.).

13. Brychka V.V. Fisher's equation and Taylor's rule in the U.S. economy. Теоретичні та практичні аспекти антикризового регулювання економіки країни: матеріали Всеукраїнської науково-практичної конференції (м. Одеса, 4 травня 2019 р.). Одеса: ОНУ імені І.І. Мечникова, 2019. С. 84-87. (0,1 д.а.).

14. Бричка Б.Б. Суть, переваги та недоліки операцій на відкритому ринку. Актуальні питання економіки, обліку, фінансів та права в сучасних умовах: збірник тез доповідей Міжнародної науково-практичної конференції (м. Полтава, 1 червня 2019 р.). Полтава: «Центр фінансово-економічних наукових досліджень», 2019. С. 16-18. (0,17 д.а.).

15. Brychka V.V. Monetary policy and main macroeconomic indicators on the example of Armenia. Сучасні підходи до ефективного використання потенціалу економіки: збірник матеріалів II Міжнародної науково-практичної конференції (м. Запоріжжя, 22 червня 2019 р.). Запоріжжя: ГО «СІЕУ», 2019. С. 10-12. (0,14 д.а.).

16. Brychka V.V. FED's monetary policy and its influence on Ukraine. Методичні підходи до формування стратегічного бачення соціально-економічного розвитку регіонів: матеріали Міжнародної науково-практичної конференції (м. Дніпро, 22 червня 2019 р.). Дніпро: НО «Перспектива», 2019. С. 87-89. (0,15 д.а.).

17. Бричка Б.Б. Таргетування інфляції: суть, переваги та передумови запровадження. Стратегія формування відкритої господарської системи в Україні: матеріали Міжнародної студентсько-аспірантської наукової конференції (м. Львів, 16-17 травня 2008 р.) Львів: ЛНУ ім. Івана Франка, 2008. С. 35-36. (0,18 д.а.).

ВІДОМОСТІ ПРО АПРОБАЦІЮ РЕЗУЛЬТАТІВ ДИСЕРТАЦІЇ

1. Міжнародна студентсько-аспірантська наукова конференція «Стратегія формування відкритої господарської системи в Україні» (16-17 травня 2008 р., м. Львів, очна форма участі).

2. Всеукраїнська науково-практична конференція «Теоретичні та практичні аспекти антикризового регулювання економіки країни» (4 травня 2019 р., м. Одеса, очна форма участі).

3. Міжнародна науково-практична конференція «Актуальні питання економіки, обліку, фінансів та права в сучасних умовах» (1 червня 2019 р., м. Полтава, очна форма участі).

4. II Міжнародна науково-практична конференція «Сучасні підходи до ефективного використання потенціалу економіки» (22 червня 2019 р., м. Запоріжжя, дистанційна форма участі).

5. Міжнародна науково-практична конференція «Методичні підходи до формування стратегічного бачення соціально-економічного розвитку регіонів» (22 червня 2019 р., м. Дніпро, дистанційна форма участі).

6. Всеукраїнська науково-практична конференція «Сучасні міжнародні економічні відносини: становлення та особливості розвитку» (17 серпня 2019 р., м. Одеса, очна форма участі).

7. Всеукраїнська науково-практична конференція «Наука та інтелектуальний капітал у системі факторів трансформаційної економіки» (17 серпня 2019 р., м. Київ, дистанційна форма участі)

8. I Міжнародна науково-практична конференція «Економіка сьогодні: актуальні питання та інноваційні аспекти» (31 січня 2020 р., м. Запоріжжя, дистанційна форма участі).

9. Міжнародна науково-практична конференція «Інформаційні технології та фінансова система: сучасний стан, ефективність, перспективи» (31 січня 2020 р., м. Київ, дистанційна форма участі).



МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
 MINISTRY OF EDUCATION AND SCIENCE OF UKRAINE
 ЛЬВІВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ ІМЕНІ ІВАНА ФРАНКА
 IVAN FRANKO NATIONAL UNIVERSITY OF LVIV

вул. Університетська, 1, м. Львів, 79000, Україна
 тел./факс: (032) 261-60-48, тел.: 260-34-02
<http://www.lnu.edu.ua>, e-mail: lnu@lnu.edu.ua
 Код ЗКПО 02070987, Державні Капітальні служби України
 МФО 820172, р.р. 35225230001061
 № свідоцтва 17701483, ін. пос. № 020709813029
 Валютний рахунок № 26005000028567, 26009000028110
 в Укресіббанку
 м. Львів МФО 322313
 № 4439-Н від 15.11.2019

1, Universytetska Str., Lviv, 79000, Ukraine
 Phone/Fax: +38(032) 261-60-48; 260-34-02
<http://www.lnu.edu.ua>, e-mail: lnu@lnu.edu.ua
 Code ZKPO 02070987 State Treasury Service of U
 MFO 820172, Settlement Acc. 35225230001061
 Certificate No. 17701483/Tax IN020709813029
 Foreign Currency Acc.No. 26005000028567, 26009000028110
 in Lviv Branch of Ukresibbank
 MFO 322313
 на № _____ від _____

ДОВІДКА

Видана Бричці Богдану Богдановичу про те, що результати його дисертаційної роботи на тему “Грошово-кредитна політика НБУ у забезпеченні стабільності національної грошової одиниці” використано у навчальному процесі на економічному факультеті Львівського національного університету імені Івана Франка під час викладання дисциплін: “Гроші і кредит”, “Банківська система”, “Грошово-кредитні системи зарубіжних країн”, “Податкова політика”.

Проректор з наукової роботи



проф. Гладішевський Р.Є.



МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ

**ЛЬВІВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ ВЕТЕРИНАРНОЇ
МЕДИЦИНИ ТА БІОТЕХНОЛОГІЙ імені С.З. ГЖИЦЬКОГО
(ЛНУВМБ імені С.З.Гжицького)**

вул. Пекарська 50, м. Львів-10, 79010, тел. 260-28-89; факс: 275-67-95
E-mail: admin@lvet.edu.ua, www.lvet.edu.ua код ЄДРПОУ 00492990

12.11.2019р. № 170-04 На № _____ від _____

ДОВІДКА

про впровадження результатів дисертаційної роботи
Брички Богдана Богдановича
на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук

Видана асистенту кафедри історії України, економічної теорії та туризму Бричці Богдану Богдановичу, про те, що результати досліджень за темою дисертації «Грошово-кредитна політика НБУ у забезпеченні стабільності національної грошової одиниці» використовуються у навчальному процесі Факультету економіки та менеджменту Львівського національного університету ветеринарної медицини та біотехнологій імені С.З. Гжицького при викладанні дисципліни «Макроекономіка». Вони знаходять відображення в авторській інтерпретації теми «Монетарна політика», а також у здійснюваному асистентом керівництві науково-дослідною роботою студентів.

Проректор з наукової роботи
к.с.-г.н, доцент



Федець

Федець О.М.



ПОРТФЕЛЬНІ
КОМПАНІЇ З УПРАВЛІННЯ АКТИВАМИ
ІНВЕСТИЦІЇ

вул. Б. Житомирська, 212, м. Київ, 79037, тел./факс: (022) 244-184-22

e-mail: info@portfolioinvestment.com

www.portinvestment.com

Вих. №1120/01
від 20.11.2019 року

ДОВІДКА

Видана Бричці Богдану Богдановичу про те, що результати досліджень за темою дисертації «Грошово-кредитна політика НБУ у забезпеченні стабільності національної грошової одиниці», зокрема розроблену ним векторну авторегресійну модель використано для прогнозування динаміки номінальної процентної ставки. Ці пропозиції допоможуть краще прогнозувати процентні ставки за державними цінними паперами та депозитами та підвищать ефективність діяльності ТОВ «КУА «Портфельні інвестиції».

Директор
ТОВ КУА «Портфельні інвестиції»



Мельник В.А.



АТ «БАНК ІНВЕСТИЦІЙ ТА ЗАОЩАДЖЕНЬ»
 Україна, 04119, м. Київ, вул. Юрія Іллєнка, 83-Д
 тел.: (044) 207-70-20
 call центр: 0 800 50 30 05
 www.bisbank.com.ua
 e-mail: info@bisbank.com.ua

Вих. 02-5/6-3
 17.01.2020

ДОВІДКА

Видана Бричці Богдану Богдановичу про те, що результати його дисертаційної роботи на тему «Грошово-кредитна політика НБУ у забезпеченні стабільності національної грошової одиниці» використано в частині вдосконалення процентної політики банку, а також аналізу впливу ставок рефінансування НБУ на динаміку процентних ставок за кредитними продуктами банку.

Начальник Львівського
 відділення №3
 АТ «БАНК ІНВЕСТИЦІЙ
 ТА ЗАОЩАДЖЕНЬ»



Стефанок М.В.