

Київський національний торговельно-економічний університет

Кафедра банківської справи

ВИПУСКНА КВАЛІФІКАЦІЙНА РОБОТА

на тему:

Інструменти грошово-кредитної політики центрального банку

Студентки 2 курсу бм групи
спеціальності 072 «Фінанси,
банківська справа та страхування»
спеціалізації «Банківська справа»

Науковий керівник
канд. екон. наук,
доцент

Гарант освітньої програми
д-р екон. наук,
професор

Панченко
Ольги
Валентинівни

Сушко Наталія
Мар'янівна

Шульга Наталія
Петрівна

Київ – 2018

ЗМІСТ

ПЕРЕЛІК УМОВНИХ ПОЗНАЧЕНЬ.....	3
ВСТУП.....	4
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ ДОСЛІДЖЕННЯ ПОЛІТИКИ ЦЕНТРАЛЬНИХ БАНКІВ.....	8
1.1. Суть, цільові параметри та типи грошово-кредитної політики центральних банків.....	8
1.2. Інструменти грошово-кредитної політики центральних банків.....	15
1.3. Особливості використання інструментів грошово-кредитної політики центральних банків в посткризовий період.....	21
РОЗДІЛ 2. ЕФЕКТИВНІСТЬ ВИКОРИСТАННЯ ІНСТРУМЕНТІВ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ ЦЕНТРАЛЬНИХ БАНКІВ (ЗА МАТЕРІАЛАМИ НБУ).....	28
2.1. Чинники формування грошово-кредитної політики НБУ в умовах реформування соціально-економічного середовища.....	28
2.2. Аналіз рівня дотримання цільових індикаторів грошово-кредитної політики НБУ.....	34
2.3. Оцінка ефективності використання інструментів грошово-кредитної політики НБУ.....	40
РОЗДІЛ 3. ПІДВИЩЕННЯ ЕФЕКТИВНОСТІ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ ТА ВДОСКОНАЛЕННЯ ОКРЕМИХ ЇЇ ІНСТРУМЕНТІВ... 	49
3.1. Сучасні проблеми формування та реалізації грошово-кредитної політики в Україні	49
3.2. Запровадження режиму інфляційного таргетування в реалізації грошово-кредитної політики в Україні.....	55
3.3. Оптимізація підходів до використання інструментів грошово-кредитної політики НБУ.....	61
ВИСНОВКИ ТА ПРОПОЗИЦІЇ.....	68
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	73
ДОДАТКИ.....	84

ПЕРЕЛІК УМОВНИХ ПОЗНАЧЕНЬ

НБУ – Національний банк України.

ЄЦБ – Європейський центральний банк.

ФРС – Федеральна резервна система.

ІСЦ – Індекс споживчих цін.

ДС – Депозитні сертифікати.

ОВДП – Облігації внутрішньої державної позики.

МБРР – Міжнародний банк реконструкції та розвитку.

ЄБРР – Європейський банк реконструкції та розвитку.

МФК – Міжнародна фінансова корпорація.

ВСТУП

Актуальність теми. Грошово-кредитна політика є важливим напрямком діяльності держави та макроекономічного регулювання. Її ефективне проведення дозволяє протистояти глобальним економічним кризам та зменшувати їх негативні наслідки, забезпечити посткризове відновлення економіки та економічне зростання країни в цілому. Всеохоплюючий вплив грошово-кредитної політики обумовлений наявністю в її арсеналі інструментів, які дають змогу впливати на широке коло економічних показників: від обсягів кредитування, курсу національної валюти, обсягів виробництва, рівня інфляції до загального рівня ділової активності.

Грошово-кредитна політика центрального банку, з одного боку, спрямована на забезпечення народного господарства достатнім обсягом грошової маси, а з іншого – на підтримку цінової стабільності та недопущення неконтрольованої інфляції. Необхідність збереження балансу при виконанні цих завдань обумовлює додаткову необхідність пошуку адекватних і ефективних інструментів грошово-кредитної політики.

Важливе значення грошово-кредитної політики центрального банку в забезпеченні сталого економічного розвитку держави, визначення ефективності її проведення в Україні, розроблення напрямків її вдосконалення з урахуванням досвіду економічно-розвинутих країн обумовлюють актуальність теми.

Вивченням теоретичних основ та практичних аспектів реалізації грошово-кредитної політики займалися такі науковці як О.О. Авраменко [1], Ю.П. Галушко [11], В.О. Дзюблюк [23], Р.С. Квасницька [26], Л.М. Рябініна [65], М.Л. Сегеда [69], А.М. Мороз [82], В.С. Стельмах [39], М.Ф. Пуховкіна [82] та інші. В роботах цих вчених розкрито поняття грошово-кредитної політики, досліджено її цілі, охарактеризовано її інструменти та проаналізовано їх використання Національним банком України в різні періоди. Дослідженням грошово-кредитної політики та її інструментів займалися також іноземні

науковці, серед яких Роберт Дж. Барро [87], Едвін Дж. Долан, Колін Д. Кемпбелл та Розмарі Дж. Кемпбелл [19], Карл Уолш [84] та інші.

Разом з цим, незважаючи на значну кількість вітчизняних публікацій, залишаються недостатньо дослідженими іноземний досвід як у формулюванні теоретичних підходів до розуміння грошово-кредитної політики, так і практичне використання її інструментів. Науковці висловлюють суперечливі думки щодо співвідношення категорій «монетарна політика» та «грошово-кредитна політика». Потребують узагальнення результати здійснення грошово-кредитної політики в Україні за останні періоди (2015-2018 рр.), та визначення на їх основі напрямків вдосконалення грошово-кредитної політики НБУ.

Метою дослідження є удосконалення науково-методичних підходів і практичних рекомендацій щодо інструментів грошово-кредитної політики центральних банків.

Відповідно до мети дослідження були поставлені такі **завдання**:

- розкрити сутність грошово-кредитної політики центральних банків, дослідити співвідношення понять «грошово-кредитна політика» та «монетарна політика»;
- виокремити та охарактеризувати типи грошово-кредитної політики;
- визначити цілі грошово-кредитної політики центральних банків;
- окреслити інструменти, які використовують центральні банки, зокрема, Національний банк України, для реалізації грошово-кредитної політики;
- встановити особливості використання інструментів грошово-кредитної політики центральних банків в посткризовий період;
- визначити чинники, які впливають на формування грошово-кредитної політики Національного банку України;
- проаналізувати рівень дотримання цільових індикаторів грошово-кредитної політики в Україні;
- оцінити ефективність використання інструментів грошово-кредитної політики НБУ;
- визначити, які проблеми виникають в процесі реалізації грошово-

кредитної політики, знижують її ефективність;

- визначити основні напрямки вдосконалення грошово-кредитної політики та її окремих інструментів.

Об'єкт дослідження – процес формування та реалізації грошово-кредитної політики центрального банку.

Предмет дослідження – теоретичні засади та науково-методичне забезпечення інструментарію грошово-кредитної політики центрального банку.

Методи дослідження. Для досягнення поставленої мети у процесі дослідження було застосовано загальнонаукові та спеціальні методи пізнання. За допомогою методу наукової абстракції з'ясовано сутність грошово-кредитної політики центральних банків та її інструментів. Використання логічного та історичного методу допомогло проілюструвати види грошово-кредитної політики на конкретних прикладах, з'ясувати, який вид грошово-кредитної політики був характерний для України протягом певних періодів. За допомогою статистичного методу досліджено опубліковані органами державної влади дані щодо значень певних макроекономічних показників, індикаторів фінансової та банківської сфери, які характеризують використання інструментів грошово-кредитної політики НБУ. За допомогою методу порівняння було визначено ступінь виконання цільових індикаторів грошово-кредитної політики. Застосування методу кореляційно-регресійного аналізу дало змогу оцінити ефективність окремих монетарних інструментів. У процесі дослідження використовувались також інші загальнонаукові та спеціальні методи наукового пізнання. Проведене дослідження в цілому засноване на системному підході, який полягає у комплексному вивченні грошово-кредитної політики як упорядкованих та цілеспрямованих дій держави, взаємоузгодженого використання різних її інструментів.

Інформаційною базою дослідження є монографічні та дисертаційні дослідження, чинні нормативно-правові акти, зокрема, Закон України «Про Національний банк України», інші акти НБУ, Основні засади грошово-кредитної політики Національного банку України тощо. При проведенні

дослідження було проаналізовано статистичні дані щодо значень окремих макроекономічних показників, які публікуються Державною службою статистики України, інформаційні матеріали та показники грошово-кредитної і фінансової статистики, які публікуються Національним банком України.

Наукова новизна одержаних результатів полягає у наступному: узагальнено та проаналізовано результати здійснення грошово-кредитної політики НБУ за останні періоди, зокрема, за 2018 р., на їх основі визначено пріоритетні напрямки вдосконалення грошово-кредитної політики НБУ.

Практичне значення отриманих результатів. Отримані результати можуть бути використані Національним банком України в процесі аналізу результатів грошово-кредитної політики, а також при формуванні Основних засад грошово-кредитної політики на наступний період.

Особистий внесок магістра. Випускна кваліфікаційна робота є самостійним завершеним, цілісним дослідженням автора. На основі авторського підходу в роботі проаналізовано використання Національним банком України інструментів грошово-кредитної політики. Автором запропоновано зміну порядку призначення членів Ради НБУ з метою підвищення незалежності центрального банку як необхідної умови реалізації режиму інфляційного таргетування. Більшість схематичних рисунків, графіки та діаграми, представлені в роботі, є авторськими розробками.

Публікації. Окремі результати дослідження знайшли відображення в науковій статті: Панченко О.В. Інструменти грошово-кредитної політики центрального банку // Стратегії розвитку фінансового ринку України: зб. наук. ст. студ. заочної форми навчання / відп. ред. Н.П. Шульга. – К.: Київ. нац. торг. – екон. ун-т, 2018. – Ч. 1. – 402 с. (С. 45-55).

Обсяг та структура роботи. Робота складається з вступу, 3 розділів, висновків, списку використаних джерел та додатків. Обсяг роботи складає 72 сторінки. В роботі представлено 11 таблиць, 14 рисунків, 17 додатків та використано 96 наукових джерел.

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИКО-МЕТОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ ДОСЛІДЖЕННЯ ПОЛІТИКИ ЦЕНТРАЛЬНИХ БАНКІВ

1.1. Суть, цільові параметри та типи грошово-кредитної політики центральних банків

Грошово-кредитна політика центрального банку традиційно є одним з найдієвіших інструментів стабілізації економічної ситуації в державі.

В економічній літературі існує досить велика кількість визначень, які спрямовані на розкриття поняття «грошово-кредитна політика». Наприклад, М.Ф. Пуховкіна і А. М. Мороз визначають грошово-кредитну політику як комплекс взаємозв'язаних, скоординованих на досягнення заздалегідь визначених соціально-економічних цілей, заходів щодо регулювання грошового ринку, які здійснює держава через центральний банк країни [82, с.205]. В додатку А наведені підходи до визначення грошово-кредитної політики, сформульовані іншими науковцями.

У ст. 1 Закону України «Про Національний банк України» визначено, що грошово-кредитна політика - це комплекс заходів у сфері грошового обігу та кредиту, спрямованих на забезпечення стабільності грошової одиниці України через використання визначених цим Законом засобів та методів [60].

Даючи визначення поняттю «грошово-кредитна політика» необхідно правильно вказувати суб'єкта її здійснення. Так, провідну роль в цьому процесі відіграє НБУ, оскільки повноваження щодо розробки засад грошово-кредитної політики та контролю за її проведенням зосередженні в руках Ради НБУ. Правління НБУ надає Раді пропозиції стосовно розроблення засад грошово-кредитної політики, а потім через відповідні інструменти забезпечує її реалізацію [29;60]. Інші органи державної влади не наділені повноваженнями в сфері формування та реалізації грошово-кредитної політики. В зв'язку з цим,

некоректними є дефініції, в яких грошово-кредитна політика центрального банку визначається як дії уряду, заходи законодавчої та виконавчої влади тощо, адже, як відмічає Ю.В. Ващенко: «НБУ є органом зі спеціальним статусом і не відноситься до жодної з гілок влади» [9, с. 67]. Визначення грошово-кредитних політики центрального банку як дій держави, в цілому, є правильним, але не конкретизованим.

Отже, на підставі вищевикладеного, пропонуємо розуміти грошово-кредитну політику центрального банку як напрямок державного регулювання економіки, який полягає у взаємоузгоджених діях держави в особі Національного банку України, спрямованих на виконання основної функції НБУ – забезпечення стабільності грошової одиниці завдяки стримуванню інфляції шляхом використання засобів та методів регулювання сфери грошового обігу та кредиту.

Необхідно також звернути увагу на співвідношення термінів «грошово-кредитна» та «монетарна» політика центрального банку. Щодо цього питання в наукових колах немає єдиної думки. Так, О.О. Авраменко підтримує думку В. Стельмаха щодо тотожності цих понять в зв'язку з тим, що грошово-кредитна політика є політикою у сфері управління кількістю грошей в обігу, тому може називатись також монетарною. [1, с. 21]. Такої позиції дотримуються також О.О. Гудзовата, Ю.В. Корнєєва, А. А. Пономаренко, А.С. Хорошева [68].

На противагу такій позиції, А.М. Мороз та М.Ф. Пуховкіна висловлюють думку, відповідно до якої поняття «монетарна політика» є ширшим, ніж поняття «грошово-кредитна політика» (рис. 1.1). Свою позицію вони обґрунтовують тим, що термін «грошово-кредитна політика» не охоплює механізм управління грошовою пропозицією через валютний ринок і курсову політику. Саме тому, на їх думку, більш логічною є назва «монетарна політика», яка, до того ж, використовується в іноземній практиці [82, с. 206].

Використання терміну «монетарна політика» підтримує і Рада НБУ, зокрема, в «Основних засадах грошово-кредитної політики на 2018 р. та середньострокову перспективу» висловлена її пропозиція щодо внесення змін

до законодавства з метою заміни терміну «грошово-кредитна політика» на «монетарна політика» [47].

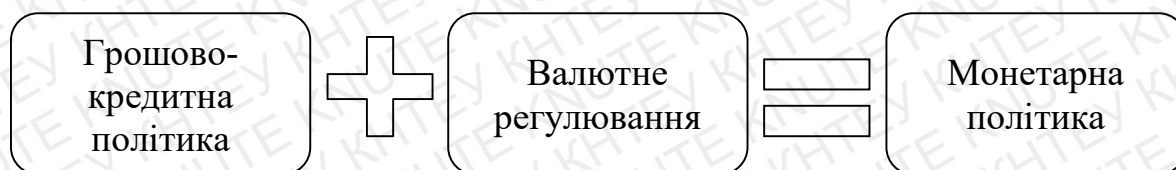


Рис. 1.1 Співвідношення понять «монетарна» та «грошово-кредитна» політика центрального банку*

*Примітка: розроблено автором за джерелом [82]

Залежно від характеру впливу на пропозицію грошей виділяють типи грошово-кредитної політики центральних банків: експансійну та рестрикційну.

Політика монетарної експансії (також стимулююча політика, м'яка, політика «дешевих грошей») характеризується тим, що центральний банк використовує наявні в його розпорядженні інструменти для збільшення пропозиції грошей. Її метою є подолання спаду виробництва та стимулювання зростання ділової активності, економічного зростання та скорочення безробіття, однак вона може спровокувати посилення інфляційних процесів [67, с. 44; 82, с 214]. До прикладів такої політики можна віднести грошово-кредитну політику ФРС США в часи Великої рецесії, коли ФРС зменшила облікову ставку з 5,25% (червень 2007 року) до 0% (кінець 2008 року). Оскільки економіка все ще залишалась слабкою, ФРС почала купувати державні цінні папери [96].

При рестрикційній монетарній політиці (також обмежувальна, жорстка, політика «дорогих грошей») відбувається різке скорочення пропозиції грошей через обмеження грошово-кредитної емісії. Вона має протилежний порівняно з політикою монетарної експансії вплив на економіку, а її метою є стримування інфляції [82, с. 214]. Прикладом такої політики є жорстка грошово-кредитна політика США в 1979-1980 рр., в той час, коли ФРС очолював Пол Волкер. Після того як ставка по федеральним фондам зросла до 20%, вдалось приборкати нехарактерно високу на той час для США інфляцію [95].

Характеристика основних типів грошово-кредитної політики центральних банків наведена в табл. 1.1.

Таблиця 1.1.

Характеристика основних типів грошово-кредитної політики центральних банків [77]

Ознака	Політика експансії	Політика рестрикції
«Ціна» грошей	«Дешеві»	«Дорогі»
Обсяг кредитних операцій	Стимулювання	Обмеження
Рівень відсоткових ставок	Зниження	Підвищення
Темпи приросту грошової маси	Збільшення	Зниження

Тип грошово-кредитної політики, який характерний для України, науковці [40] визначають за допомогою показника реальної процентної ставки, який розраховується як різниця між ставкою рефінансування центрального банку для забезпечених кредитів «овернайт» та індексом споживчих цін. Позитивне значення реальної процентної ставки свідчить про те, що центральний банк проводить обмежувальну політику, а негативне – стимулюючу [38]. За цією методикою, тип грошово-кредитної політики НБУ за період 2006-2018 рр. визначений в додатку Б. На основі таких розрахунків Міщенко В.І. та Науменкова С.В. встановлюють, що в Україні у 2006, 2009–2013 рр. переважала обмежувальна політика, а в 2007–2008 та 2014 рр. – стимулююча. Розрахувавши за аналогією реальну процентну ставку для подальших періодів ми встановили, що для 2015 р. була характерна стимулююча політика, а для 2016 – жовтня 2018 рр. - обмежувальна грошово-кредитна політика.

Грошово-кредитну політику класифікують також залежно від охоплення регулятивними заходами суб'єктів грошового ринку [82, с. 216] (рис. 1.2).

Для того, щоб ефективно управляти грошово-кредитною сферою в країні, необхідно чітко формулювати цілі такого управління. М.Ф. Пуховкіна і А.М. Мороз під цілями, або також цільовими орієнтирами, грошово-кредитної політики вбачають завдання, які ставляться і вирішуються монетарною політикою [82, с. 208]. Цілі грошово-кредитної політики центральних банків

складають певну ієрархічну структуру та розподіляються між трьома рівнями: стратегічні, тактичні та оперативні цілі.

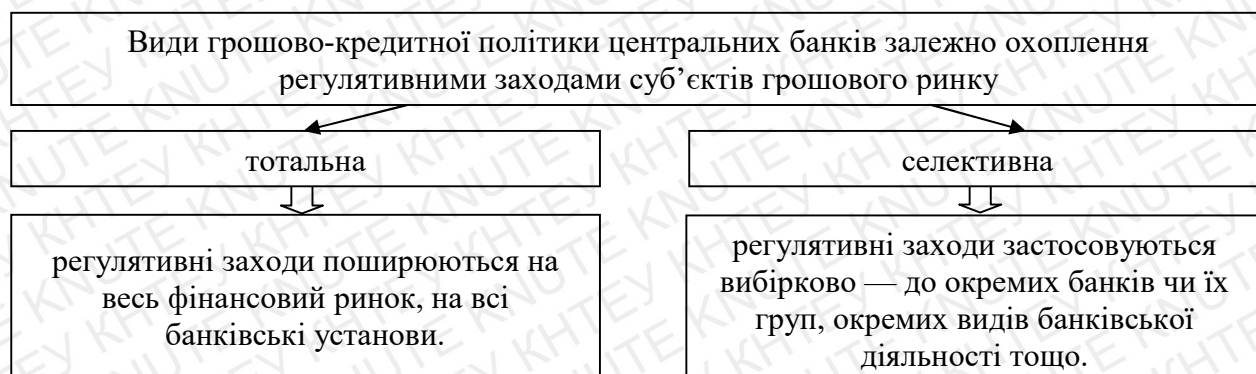


Рис. 1.2 Класифікація грошово-кредитної політики центральних банків за критерієм охоплення регулятивними заходами суб'єктів грошового ринку*

*Примітка: побудовано автором за джерелом [82]

Стратегічні цілі грошово-кредитної політики центральних банків (також їх називають кінцевими, довгостроковими, інколи – «політичними змінними» [67, с. 43]) це довгострокові орієнтири грошово-кредитного регулювання [1, с. 30]. Як правило, вони закріплюються в законі про центральний банк. В якості стратегічних цілей грошово-кредитної політики центрального банку можуть бути обрані зростання виробництва, зростання зайнятості, стабілізація цін, зменшення інфляції [82, с. 208-209]. Стратегічні цілі грошово-кредитної політики центральних банків окремих країн наведені в табл. 1.2.

Відповідно до ст. 99 Конституції України та ст. 6 Закону України «Про Національний банк України» основною функцією НБУ є забезпечення стабільності грошової одиниці України. При цьому, першочергове значення має досягнення та підтримка цінової стабільності в державі. В «Основних засадах грошово-кредитної політики на 2018 рік та середньострокову перспективу» підтверджено, що пріоритетною ціллю грошово-кредитної політики НБУ є цінова стабільність [29; 60; 47].

Однак, центральний банк не може безпосередньо впливати на стратегічні цілі грошово-кредитної політики, а може лише прагнути їх досягнення шляхом впливу на цілі другого рівня – тактичні [67, с. 43].

Таблиця 1.2

Цілі грошово-кредитної політики центральних банків *

Країна (союз країн)	Ціль ГКП	Документ, в якому закріплена
США	- максимальна зайнятість - стабільні ціни - помірковані довгострокові процентні ставки	Ст. 2А Закону про федеральний резерв
Японія	досягнення цінової стабільності, що сприятиме належному розвитку національної економіки	Ст. 2 Закону про банк Японії
Швейцарія	забезпечення цінової стабільності	Ст. 5 Федерального закону про Національний банк Швейцарії
Європейська система центральних банків (Євросоюз)	підтримання цінової стабільності	Ст. 127, 282 Договору про функціонування ЄС
Україна	цінова стабільність	«Основні засади грошово-кредитної політики на 2018 рік та середньострокову перспективу»

*Примітка: складено автором за джерелами [28; 47; 90; 92; 93]

Сутність тактичних (проміжних, середньострокових) цілей грошово-кредитної політики центрального банку полягає в тому що центральний обирає базову монетарну змінну і встановлює (таргетує) її бажані значення на середньостроковий період. Залежно від того, яку монетарну змінну обрано за таргет формується відповідний режим грошово-кредитної політики: 1) монетарне таргетування (орієнтир - зміна грошової маси чи певного грошового агрегату); 2) валютне таргетування (цільове значення валютного курсу); 3) інфляційне таргетування (таргет - допустимий рівень інфляції); 4) таргетування процентної ставки (цільовий орієнтир - рівень процентної стави) [2].

Досить тривалий час, протягом 1996-2013 рр., в Україні застосовувався режим валютного таргетування [68, с. 54]. Протягом 2014 р. застосовувався режим, який отримав назву «еклектична політика», після цього, протягом 2015-2016 рр., провадився режим монетарного таргетування, а от вже 2017 рік характеризується реалізацією режиму інфляційного таргетування [74].

Оперативні цілі грошово-кредитної політики центральних банків являють

собою конкретні значення обраної в якості проміжної цілі монетарної змінної на поточний фінансовий рік. Характерною їх ознакою є короткостроковість [82, с. 211]. Наприклад, з переходом до режиму інфляційного таргетування в «Основних засадах грошово-кредитної політики на 2017 рік та середньострокову перспективу» було встановлено конкретне значення цільового орієнтиру – рівня інфляції. Наприклад, для кінця 2018 р. цільовий показник по інфляції становить 6% (± 2 п. п.) [46].

Варто відмітити, що розвинуті країни, як от США, Швейцарія, Японія, допустимим визнають рівень інфляції в 2% [88; 89; 94]. Тобто середньострокова ціль щодо інфляції в Україні є вищою, ніж у розвинених країнах. НБУ пояснює це історично високою та мінливою інфляцією в Україні та вищою амплітудою інфляційних шоків [47].

Отже, грошово-кредитна політика центрального банку є видом державної економічної політики, за формування та реалізацію якої відповідальний Національний банк України, і сутність якої полягає в тому, щоб, через вплив на грошово-кредитну сферу за допомогою специфічних засобів та методів, досягти певної, визначеної цілі грошово-кредитної політики. Грошово-кредитна політика центральних банків може бути двох типів - стимулююча та обмежувальна. Для України, починаючи з 2016 року і по даний час характерна саме обмежувальна грошово-кредитна політика. Цілі грошово-кредитної політики центрального банку формуються на трьох рівнях – стратегічному, тактичному та оперативному. Стратегічними цілями грошово-кредитної політики можуть виступати економічне зростання, сприяння зайнятості, цінова стабільність тощо, а також їх комбінація. Тактичні цілі грошово-кредитної політики центрального банку є більш конкретними і являють собою певну монетарну змінну, шляхом безпосереднього впливу на яку і має досягатись стратегічна ціль. Такими змінним можуть виступати обсяг грошової маси, рівень інфляції, валютний курс. Операційна ціль грошово-кредитної політики центрального банку являє собою вже конкретизоване числове значення обраної монетарної змінної, якого необхідно досягти протягом короткострокового періоду.

1.2. Інструменти грошово-кредитної політики центральних банків

Центральні банки реалізують грошово-кредитну політику та досягають її цілей застосовуючи певні інструменти, в яких знаходять своє зовнішнє вираження конкретні способи, засоби та методи впливу на цільові орієнтири грошово-кредитної політики центрального банку. Інструменти грошово-кредитної політики центральних банків характеризуються такими ознаками:

1) опосередкований характер їх впливу на реальні економічні процеси - проходження монетарних імпульсів спочатку через грошовий ринок, де вони зазнають відповідних трансформацій і надалі доходять до економічних суб'єктів з певними змінами;

2) наявність, як правило, часового лагу - проміжку часу між монетарним імпульсом - застосуванням відповідного монетарного інструменту, та зміною під його впливом грошової пропозиції або грошового попиту в країні [20].

В теорії грошово-кредитного регулювання є усталеною думка щодо виокремлення основних інструментів грошово-кредитного регулювання, поряд з яким в практиці грошово-кредитного регулювання певної держави з'являються додаткові. Так, Т. Косова та О. Папіака до основних інструментів грошово-кредитної політики центральних банків відносять мінімальні резервні вимоги, офіційну облікову або дисконтну ставку, механізм рефінансування та операції на відкритому ринку [81], В.С. Стельмах до них відносить норму резервування, облікову ставку та операції на відкритому ринку [39, с. 38].

В таблиці 1.3 наведено інструменти грошово-кредитної політики, які наявні в розпорядженні ФРС та ЄЦБ.

Як бачимо, серед монетарних інструментів і ФРС, і ЄЦБ виділено інструменти, які були використанні для стабілізації ситуації під час глобальної фінансової кризи 2008-2009 рр. В зв'язку з цим треба сказати про формування так-званих «нетрадиційних» інструментів грошово-кредитної політики. Сюди включають заходи кількісних послаблень, заходи кредитних послаблень, а

також механізм «керівного вікна» [67, с. 66].

Таблиця 1.3

Інструменти грошово-кредитної політики ФРС та ЄЦБ

Монетарний орган	Інструменти грошово-кредитної політики
ФРС	1) операції на відкритому ринку; 2) облікова ставка; 3) резервні вимоги; 4) відсотки по коштам резервних вимог та надлишковим залишкам; 5) угоди зворотного викупу «овернайт»; 6) строкові депозити; 7) інструменти, строк дії який закінчився (використовувались під час фінансової кризи 2008 р.).
ЄЦБ	1) операції на відкритому ринку; 2) постійно діючі механізми - кредити «овернайт» та депозитні операції; 3) мінімальні резервні вимоги для кредитних організацій; 4) програми купівлі активів (нестандартні заходи грошово-кредитної політики, які реалізуються з 2009 р.).

*Примітка: складено автором на основі [86; 91]

Інструменти грошово-кредитної політики класифікують за різними критеріями, що представлено в додатку В. Комплексну схему систематизації відомих в світовій практиці інструментів грошово-кредитної політики центральних банків розробив Є.Ю. Сакало [67, с.68] (додаток Г).

Відповідно до 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 [60].

Зміст такого інструменту, як визначення та регулювання норм обов'язкових резервів для банків полягає в тому, що банки зобов'язані зберігати на коррахунку в НБУ визначений відсоток від залучених ними коштів. Завдяки цьому відбувається вилучення частини коштів, що спричиняє

зменшення можливості комерційних банків до проведення кредитних операцій [35, с. 195]. Наразі норма обов'язкового резервування в Україні встановлюється для двох груп залучених ресурсів: 1) за строковими депозитами вона становить 3%; 2) за коштами на поточних рахунках та депозитами на вимогу вона становить 6,5% [44]. До 2015 р. норми резервування могли змінюватись декілька разів на рік, а також були диференційованими за різними підставами. З 31.12.2014 року норма резервування залишається незмінною, що свідчить про відхід цього монетарного інструменту на другий план. У країнах з розвинутою економікою його використання має додатковий характер до основних інструментів грошово-кредитної політики [11, с.151].

Процентна політика являє собою регулювання попиту та пропозиції на грошові кошти через зміну процентних ставок за операціями центрального банку з метою впливу на процентні ставки суб'єктів грошово-кредитного ринку та дохідність фінансових операцій [59]. Відповідно до Положення про основи процентної політики Національного банку України [59], проведення процентної політики НБУ забезпечується через встановлення чотирьох процентних ставок (рис. 1.3). Порядок визначення їх розміру систематизовано в додатку Д.

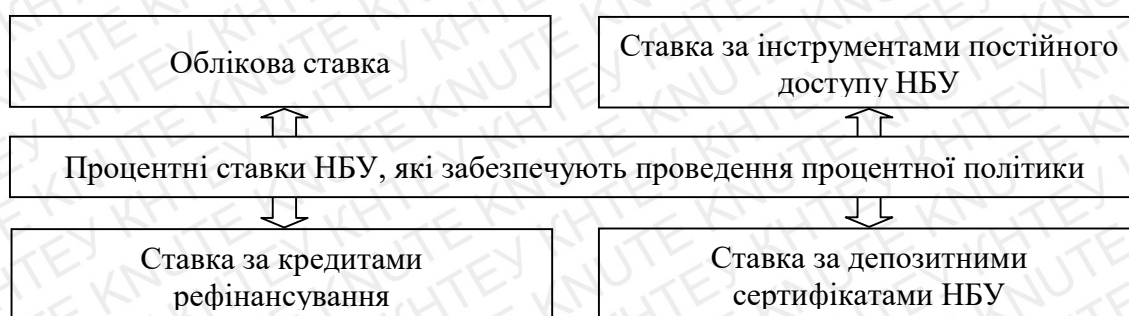


Рис. 1.3 Процентні ставки НБУ, які забезпечують проведення процентної політики*

*Примітка: розроблено автором на основі джерела [59]

Облікова ставка виконує роль основного індикатора змін у грошово-кредитній політиці та орієнтиру вартості залучених та розміщених грошових коштів для суб'єктів банківської системи та інших осіб, які функціонують на грошово-кредитному ринку [59]. З обліковою ставкою тісно пов'язана ключова

процентна ставка - процентна ставка за операціями регулювання ліквідності, які мають найбільший вплив на стан грошово-кредитного ринку. Її вибір залежить від структурної позиції ліквідності банківської системи: у випадку профіциту ліквідності в банківській системі ключовою буде ставка за операціями зі стерилізації, у випадку дефіциту - за операціями з надання ліквідності [62].

Процентна політика як інструмент грошово-кредитної політики центрального банку функціонує наступним чином: 1) за необхідності зменшення пропозиції грошей монетарний орган збільшує облікову ставку; 2) при підвищенні облікової ставки збільшуються інші процентні ставки НБУ; 3) зростають ставки за кредитами комерційних банків, які надаються суб'єктам економіки; 4) зменшується попит як на кредити рефінансування з боку банків, так і на кредити банків з боку населення та суб'єктів господарювання. Зниження облікової ставки має, відповідно, протилежну дію [39; с. 122].

З процентною політикою пов'язаний такий інструмент грошово-кредитної політики як рефінансування. Операції з рефінансування банків – це операції з надання банкам кредитів у встановленому Національним банком порядку [58]. До операцій з рефінансування безпосередньо відноситься надання банкам кредитів до наступного робочого дня (кредити «овернайт»), кредитів рефінансування шляхом проведення тендерів із підтримання ліквідності банків строком до 14 днів та строком до 90 днів (короткострокові кредити рефінансування), а також кредитів рефінансування шляхом проведення тендерів із підтримання ліквідності банків строком від одного до п'яти років (довгострокові кредити рефінансування), які були запроваджені відносно нещодавно [58]. Однак, визначене нормативно поняття операцій з рефінансування є досить загальними та дозволяє розуміти інструмент рефінансування як такий, до якого крім визначених вище видів операцій, можна віднести також кредит для надання екстреної підтримки ліквідності [57]. Крім цього, переважна більшість науковців до механізмів рефінансування відносять також операції прямого РЕПО [1, с. 38; 15, с.38; 39, с. 135; 81, с. 255]. В додатку Е охарактеризовані всі названі механізми рефінансування. Економічна сутність

механізму рефінансування на мікрорівні полягає у підтримці ліквідності банків, а на макрорівні – у розширенні грошової маси в економіці країни [39, с. 133].

Управління золотовалютними резервами, як інструмент грошово-кредитної політики центрального банку, полягає в здійсненні Національним банком валютних інтервенцій шляхом купівлі-продажу валютних цінностей на валютних ринках з метою впливу на курс національної валюти щодо іноземних валют і на загальний попит та пропозицію грошей в Україні [60]. Валютні інтервенції можуть здійснюватись в чотирьох формах: валютний аукціон, інтервенція за єдиним курсом, інтервенція за найкращим курсом та адресна інтервенція [73]. В минулому, коли НБУ дотримувався політики фіксованого обмінного курсу, валютні інтервенції широко використовувались для підтримання певного рівня обмінного курсу. За таких умов, НБУ як правило, продавав іноземну валюту, що призвело до значного скорочення обсягів золотовалютних резервів. На даний час, в умовах режиму плаваючого валютного курсу, НБУ зберігає свою присутність на валютному ринку, з обережністю проводячи валютні інтервенції з метою згладжування надмірних коливань валютного курсу, а в періоди укріплення гривні здійснює купівлю валюти для поповнення міжнародних резервів.

Одним з основних інструментів грошово-кредитної політики в розвинутих країнах є операції на відкритому ринку, які є досить гнучким та точним засобом регулювання пропозиції грошей. Операціями відкритого ринку НБУ є купівля-продаж казначейських зобов'язань, а також інших цінних паперів (крім цінних паперів, що підтверджують корпоративні права) та боргових зобов'язань, визначених Правлінням Національного банку, на ринку, де здійснюються операції з купівлі-продажу цінних паперів між особами, що не є первинними кредиторами та позичальниками [60]. Об'єктом операцій на відкритому ринку виступають, як правило, облігації внутрішньої державної позики. Механізм операцій центрального банку на відкритому ринку полягає в тому, що при продажу відповідних цінних паперів центральний банк знижує обсяг грошової маси в обігу та вилучає залишки вільних грошових коштів.

Регулювання імпорту та експорту капіталу здійснюється Національним банком відповідно до законодавства України про зовнішньоекономічну діяльність та систему валютного регулювання і валютного контролю [60]. В Україні регулювання імпорту та експорту капіталу на сучасному етапі виражається у формі надання індивідуальних ліцензій (на інвестиції за кордон, розміщення коштів на рахунках за кордоном, вивезення, переказування та пересилання валютних цінностей), реєстрації кредитів в іноземній валюті від нерезидентів, встановлення максимального відсотка за кредитами, резервування банками коштів за залученими депозитами чи кредитами від нерезидентів [4].

Протягом 2014-2017 рр. НБУ також використав свої повноваження щодо запровадження на строк до шести місяців вимоги щодо обов'язкового продажу частини надходжень в іноземній валюті та зміни строків розрахунків за операціями з експорту та імпорту товарів. Зокрема, обов'язковому продажу на міжбанківському валютному ринку підлягало 65% надходжень в іноземній валюті із-за кордону на користь суб'єктів господарювання, іноземних представництв (крім офіційних представництв), надходжень в іноземній валюті на рахунки резидентів, відкриті за межами України на підставі індивідуальних ліцензій НБУ. Проте, в квітні 2017 р. цей відсоток зменшено до 50%. Строк розрахунків за операціями з експорту та імпорту товарів було обмежено 120 днями. Це обмеження було скасовано 25.05.2017 р., і повернено 180-денний строк, встановлений Законом України «Про порядок здійснення розрахунків в іноземній валюті» [55].

Операції з власними борговими зобов'язаннями Національний банк здійснює через випуск депозитних сертифікатів. Депозитний сертифікат НБУ - це один з монетарних інструментів, що є борговим зобов'язанням Національного банку у формі записів на рахунках у системи кількісного обліку СЕРТИФ (з іменною ідентифікацією власників на підставі реєстру власників), який свідчить про розміщення в Національному банку коштів банків та право на отримання внесеної суми і процентів після закінчення встановленого строку

[58]. Передбачено розміщення депозитних сертифікатів до наступного робочого дня (овернайт) та депозитних сертифікатів строком до 14 днів та/або строком до 100 днів [58].

Отже, реалізацію грошово-кредитної політики центрального банку забезпечує певний набір інструментів. Основними інструментами грошово-кредитної політики центрального банку, як правило, є резервні вимоги, операції на відкритому ринку, процентна політика та механізм рефінансування. Цей перелік в окремій країні може доповнюватись іншими інструментами.

При реалізації грошово-кредитної політики НБУ використовує всі, передбачені законом інструменти. Деякі з них, такі як процентна політика, механізм рефінансування, відповідно до світових тенденцій, є основними, деякі – виконують допоміжну функцію, використовуються в окремих ситуаціях, наприклад, запровадження на строк до шести місяців вимоги щодо обов'язкового продажу частини надходжень в іноземній валюті та зміна строків розрахунків за операціями з експорту та імпорту товарів. Також НБУ здійснює валютні інтервенції з метою коригування ситуації на валютному ринку, хоча в перспективі їх роль має зменшитись. Норма обов'язкового резервування з 31.12.2014 року залишається незмінною, що свідчить про те, що НБУ відходить від використання цього інструменту.

1.3. Особливості використання інструментів грошово-кредитної політики центральних банків в посткризовий період

Циклічність економічних процесів обумовлює неминучість загального спаду економіки та періодичну появу кризових явищ. Вагому роль у боротьбі з наслідками економічних криз відіграє грошово-кредитна політика центрального банку.

Остання глобальна фінансова криза, яка до того ж, почалася саме з

банківської сфери, змусила по-новому поглянути на завдання грошово-кредитної політики центральних банків, шукати та застосовувати нові, нетрадиційні монетарні інструменти. Антикризові заходи центральних банків розвинутих країн, наприклад ЄЦБ та ФРС, включали зниження відсоткових ставок, проведення додаткових операцій по рефінансуванню та наданню ліквідності, а також нетрадиційні заходи грошово-кредитної політики – заходи кількісного та кредитного пом'якшення [52]. Яскраво виражена стимулююча грошово-кредитна політика центральних банків призвела до формування значного запасу ліквідності в банківських системах країн.

В умовах екстраординарного масштабу прийнятих антикризових заходів і формування значного запасу ліквідності в економіці провідних країн постали питання формування грошово-кредитної політики в посткризовий період, пов'язані з розробкою стратегії виходу з програм стимулювання [52]. Проблема полягала в тому, що при поліпшенні економічної кон'юнктури значний обсяг надлишкових резервів банків міг стати фактором розгортання інфляційних процесів. Відповідно, щодо грошово-кредитної політики в післякризовий період виникає два ключових питання:

- 1) чи виявиться набір інструментів достатнім для того, щоб забезпечити ефективне вилучення надлишкової ліквідності з економіки;
- 2) чи вдасться центральним банкам адекватно визначити момент виходу з програм стимулювання, оскільки занадто ранній вихід може загальмувати процес економічного відновлення, тоді як пізні згорання програм може призвести до виходу з-під контролю інфляційних процесів [52].

В США, у міру поліпшення ситуації у фінансовій сфері, термін дії більшості антикризових програм США закінчився у 2010 році. Проте, побоюючись негативних наслідків різкого скорочення грошових вливань для економічної кон'юнктури, ФРС в 2010-2014 рр. продовжила активну політику нарощування власного портфеля цінних паперів. Зворотним боком цих операцій було значне збільшення коштів, що зберігаються на резервних рахунках комерційних банків у федеральних резервних банках (до 2,4 трлн дол.

до кінця 2014 р)., основну частину яких склали надлишкові резерви [80].

Надходження величезних сум надлишкових резервів на грошовий ринок могло породити нові диспропорції, посилити інфляційний тиск та істотно ускладнити реалізацію монетарної політики. Щоб не допустити цього, ФРС у вересні 2008 р почала платити відсотки по резервним рахункам. Нарахування відсотків призвело до «консервації» великих сум на рахунках у ФРС і сприяло стабілізації становища на грошовому ринку [80].

Дії Євросоюзу в післякризові роки були орієнтовані на підтримку банківського сектора і зниження ключових ризиків, пов'язаних з тривалою кризою суверенних боргів країн Єврозони з нестійкою економікою (Греція, Іспанія, Португалія), а також з незадовільною якістю кредитного портфеля європейських банків і збереженням низьких показників їх рентабельності.

Одним з напрямків підтримки банків Єврозони стали програми покупки активів приватних підприємств. Одна з них (ABSPP - asset-backed securities purchase programme) має на меті придбання для портфеля ЄЦБ якісних ABS (цінні папери, забезпечені активами), інша (CBPP3 - covered bond purchases programme) продовжує серію заходів щодо купівлі облігацій з покриттям. Ці облігації, номіновані в євро, випускаються європейськими банками і користуються популярністю як надійний актив для інвестування [80].

ЄЦБ також продовжив надання банкам ліквідності через механізм «дисконтного вікна» - короткострокові позики і тримісячні РЕПО.

В цілому, посткризова політика ЄЦБ спрямована на мінімізацію впливу системних ризиків в економіці ЄС, які пов'язані з невизначеністю перспектив через «слабкий і нерівномірний характер відновлення господарства».

Для прискорення економічного зростання ЄЦБ в березні 2015 р почав реалізацію давно очікуваної програми купівлі державних облігацій країн Єврозони, а також цінних паперів квазіурядових агентств і міжнародних організацій (PSPP - public sector purchase programme). Термін закінчення програми не встановлено [80].

Варто також додати, що у посткризовий період у світі з'явилася тенденція

залучати суб'єкти, в тому числі комерційні банки, до інвестування всередині своєї економіки, що отримало назву «home bias» (домашні переваги). Наприклад, в Швейцарії застосовуються нормативи, які роблять фінансові інвестиції за кордон менш привабливими для банків. Шведський державний банк з метою розширення доступу підприємств реального сектора до банківських кредитів першим в світі ввів негативну ставку по депозитах комерційних кредитних організацій в центробанку - мінус 0,25%, а базова ставка РЕПО була знижена з 0,5 до 0,25%. Така неординарна міра центрального банку Швеції була спрямована на стимулювання кредитування банківським сектором реальної економіки [13].

Уряд Великобританії спільно з Банком Англії запустили програму кредитування банків за нижчими відсотковими ставками, ніж на ринку (Funding for Lending, FLS), в разі направлення останніми ресурсів на кредитування нефінансових галузей економіки, тобто реального сектору. Банки отримували позики під 0,25% річних за умови, що обсяг кредитування як мінімум не скоротиться. Якщо ж обсяг кредитного портфеля скоротиться, наприклад на 5% і більше, ставка підвищується до максимального рівня 1,5% [13].

ЄЦБ вирішив запустити аналогічну програму Longer-term refinancing operations (LTRO), але з більш коротким періодом кредитування (якщо в FLS - 4 року, то в LTRO - 3, 6, 9 і 12 місяців).

Вважається, що нова технологія банківського кредитування дозволить розширити обсяги і доступність кредитування для підприємств реального сектора, пропонуючи їм дешеве централізоване фінансування [13].

Монетарна політика України в період посткризового відновлення не мала однакової спрямованості: періоди підтримки ліквідності банківської системи, метою якої було фінансове оздоровлення банківської системи, змінювались періодами вилучення цієї ліквідності через відсутність попиту суб'єктів економіки на кредити (крім споживчого попиту та потреб торгівлі, попиту експортерів). Підтримка ліквідності забезпечувалась такими інструментами як рефінансування та пом'якшення вимог обов'язкового резервування, а

основними інструментами вилучення ліквідності були посилення вимог до обов'язкових резервів та розміщення депозитних сертифікатів НБУ [32].

Через відсутність попиту на банківське кредитування спрямована в банківську систему додаткова ліквідність йшла або на валютний ринок (як в кінці 2008 р. - початку 2009 р), або на ринок державних цінних паперів (як в 2010 р і 2011 р), або вилучалася в ході мобілізаційних операцій НБУ [32].

Особливістю посткризового періоду в Україні стало зниження рівня інфляції: у 2011 році він зменшився до 4,6%, (при його значенні 9,1% у 2010 р.). Цього вдалось досягти завдяки тому, що НБУ активно здійснював мобілізаційні операції з метою зменшення впливу монетарних чинників на розвиток інфляційних процесів. Їх загальний обсяг яких за весь 2011 р. сягнув 166,8 млрд. грн. [30]. Крім цього, у першій половині 2011 р. в умовах посилення інфляційного тиску, НБУ активно застосовував найпотужніший та звичний, на той час, інструмент – регулювання норм обов'язкового резервування. Зокрема, Постановою Правління НБУ «Про деякі питання регулювання грошово-кредитного ринку» від 16.06.2011 р. №195 було посилено вимоги до формування банками обов'язкових резервів [30].

Послаблення інфляційних процесів створило сприятливі умови для того, щоб в четвертому кварталі 2011 року операції НБУ здебільшого спрямовувалися на підтримання банківської ліквідності.

Процентна політика НБУ у посткризові роки була спрямована на запобігання зниженню вартості грошей, що сприяло зменшенню девальваційного тиску та інфляційних ризиків. Середньозважена процентна ставка за операціями з рефінансування банків у 2011 р. становила 12,4%, середньозважена процентна ставка за мобілізаційними операціями – 1,8% [30].

Базова процентна ставка - облікова ставка НБУ, у 2011 р. становила 7,75%. Грошово-кредитна політика цього періоду характеризується як помірно жорстка. Вона сприяла повільній динаміці пропозиції грошей, що дало можливість підтримувати розвиток економіки, одночасно не провокуючи інфляційного тиску [30].

За результатами 2011 року приріст монетарної бази склав 6,3%, або 14,2 млрд. грн. Її обсяг станом на 01.01.12 р. становив 239,9 млрд. грн. Значення грошового мультиплікатора за станом на 01.01.12 р. збільшилося до 2,86 порівняно з 2,65 за станом на початок 2011 р. що свідчило про збільшення потенціалу грошової пропозиції банківської системи для забезпечення процесів економічного розвитку країни [30].

Слід відмітити, що у кризовий та посткризовий період відбулася суттєва трансформація поглядів на ключові цілі грошово-кредитної політики та функцій центральних банків держав. Розвиток глобальної фінансової кризи показав, що центральні банки як розвинених країн, так і країн з ринком, що формується, не змогли забезпечити ефективного досягнення стратегічних, тактичних і оперативних цілей національних грошово-кредитних політик, як їх розуміли в докризовий період. В умовах фінансової глобалізації та значної інтеграції національних фінансових ринків провідні експерти в галузі монетарної політики в якості основної цілі грошово-кредитної політики запропонували визначити підтримку фінансової стабільності [2].

Так, усвідомлюючи значні негативні наслідки, практичну відсутність стримувальних інструментів та значну неконтрольованість зародження і розвитку глобальних фінансово-економічних криз, багато держав 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), сприяння стійкому економічному зростанню та економічній політиці уряду (Австралія, Грузія, Ізраїль, Швейцарія, Швеція), досягнення стабільності банківсько-фінансової системи (Білорусь, Бразилія, Англія, Грузія, Вірменія, Польща, Ізраїль, Ісландія, Німеччина) [17].

Разом з цим, більшість теоретиків та практиків все ж вважають, що ключовим завданням монетарної політики в посткризовий період залишається забезпечення цінової стабільності на основі вдосконалення управління ліквідністю банківської системи, посилення контролю і регулювання діяльності

фінансових установ та ринків, а також використання в процесі вироблення і реалізації грошово-кредитної політики результатів макропруденційного аналізу і розширення повноважень центральних банків як головних регуляторів фінансового ринку [10].

Отже, особливістю інструментів грошово-кредитної політики в посткризовий період є їх спрямування на вилучення надлишкової ліквідності, яка виникла завдяки експансійній антикризовій грошово-кредитній політиці центральних банків. Головними питаннями, які постали перед монетарними органами провідних країн були правильний вибір інструментів, які забезпечать вилучення такої ліквідності та правильний вибір моменту згорання антикризових програм. В ЄС та США поступово припиняється використання нетрадиційних інструментів грошово-кредитного регулювання, які застосовувались під час кризи.

В Україні в посткризовий період операції з надання ліквідності банків та операції з її вилучення змінювали одні одних відповідно до економічних умов. Помірно жорстка політика НБУ сприяла зниженню рівня інфляції за результатами 2011 р. Основними інструментами в той період виступали механізм рефінансування, розміщення депозитних сертифікатів, регулювання норми обов'язкового резервування.

РОЗДІЛ 2

ЕФЕКТИВНІСТЬ ВИКОРИСТАННЯ ІНСТРУМЕНТІВ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ ЦЕНТРАЛЬНИХ БАНКІВ (ЗА МАТЕРІАЛАМИ НБУ)

2.1. Чинники формування грошово-кредитної політики НБУ в умовах реформування соціально-економічного середовища

В той час, коли країни Західної Європи та США протягом довгих років напрацьовували досвід побудови ринкових відносин, державного управління фінансовою, банківською, грошово-кредитними сферами, Україна перебувала в складі держави з адміністративно-командною економікою, за якої дії органів влади щодо регулювання народного господарства не завжди були адекватними реальній економічній ситуації. Після здобуття незалежності, Україна опинилась в складних економічних умовах. Вітчизняна економічна система характеризувалась значними диспропорціями галузевої структури, низькою часткою підприємств із замкнутим у межах України виробничим циклом, фізичним та моральним зносом основних виробничих фондів [34]. Така ситуація потребувала кардинальних перетворень з послідовним запровадженням ринкових механізмів. Однак, в процесі переходу від адміністративно-командної до ринкової економіки Україна зіткнулась зі значними труднощами, які спричинили глибоку системну кризу.

Навіть зараз, після 27 років незалежності та розбудови ринкової економіки, МВФ відносить Україну до країн, з ринком, який формується [50].

Протягом цих років Україна, в особі монетарного органу, намагається віднайти і оптимальну для себе грошово-кредитну політику. Особливо останні роки характеризуються втіленням нових підходів до регулювання обмінного курсу, встановленням нових цілей грошово-кредитної політики центрального банку, зміни пріоритетів у використанні тих чи інших монетарних інструментів.

Все це свідчить, про те, що Україна все ще перебуває в процесі реформування соціально-економічного середовища. В таких умовах одним з найважливіших інструментів впливу держави на хід економічних процесів є грошово-кредитна політика центрального банку.

Процес формування грошово-кредитної політики центрального банку відбувається під впливом певних факторів. Світовий досвід показує, що до числа основних факторів, які визначають формування грошово-кредитної політики, відносяться, перш за все: 1) макроекономічні умови її проведення; 2) зовнішньоекономічні фактори; 3) соціально-економічна політика країни; 4) структурні зміни в економіці; 5) фінансова глобалізація (рис. 2.1) [37].



Рис. 2.1 Фактори, що впливають на формування грошово-кредитної політики центрального банку*

*Примітка: складено автором на основі джерела [37]

Одним з найважливіших факторів, які впливають на грошово-кредитну політику є макроекономічна ситуація в країні. Коливання обсягів кредитування та інвестування, рівня цін на активи перетворилися на серйозне джерело макроекономічної нестабільності, як в країнах, що розвиваються, так і в промислово-розвинених країнах.

Зміна макроекономічної ситуації, в свою чергу, призвела до структурних змін в економіці. Одне з найбільш примітних зрушень поточного десятиліття полягало у зміщенні пріоритетів в політиці центрального банку на забезпечення стабільності цін; інше - в посиленні бюджетної дисципліни; третя фундаментальна зміна виявилась у лібералізації фінансових ринків з наступним

за нею посиленням глобалізації світових фінансів і економіки [37].

На формування грошово-кредитної політики центральних банків також впливають цілі соціально-економічного розвитку, які можуть вступати в протиріччя з безпосередніми цілями грошово-кредитної політики. Грошово-кредитна політика центрального банку здійснюється в умовах, коли одночасно потрібно забезпечити підвищення рівня життя населення і структурну модернізацію економіки. Вона повинна здійснюватися з урахуванням компромісу між споживанням і інвестуванням [37].

Зовнішньоекономічні фактори, що впливають грошово-кредитну політику центрального банку, пов'язані з коливанням світових цін на продукцію, яка становить основу українського експорту. Істотне зниження таких цін тягне за собою скорочення сальдо торгового балансу і зменшення припливу іноземної валюти. Негативне сальдо торгового та платіжного балансу призводить до дисбалансу між попитом і пропозицією на валютному ринку, послаблення гривні та обумовлює необхідність присутності на ньому НБУ [37].

На національну грошово-кредитну політику впливає також фінансова глобалізація, яка, зокрема:

а) обмежує цілі, яких можна досягати заходами грошово-кредитної політики, оскільки, за повної мобільності капіталу неможливо одночасно проводити незалежну грошово-кредитну політику і підтримувати режим фіксованого валютного курсу. Фінансова глобалізація впливає також на темп інфляції, в першу чергу, через посилення міжнародної конкуренції;

б) впливає на зміну пріоритетів у інструментарії грошово-кредитної політики. Зокрема, поширюється тенденція, відповідно до якої все більше країн відмовляються від прямих заходів грошово-кредитної політики;

в) знижує дієвість процентного каналу грошово-кредитної політики внаслідок вирівнювання процентних ставок між країнами і більшу їх залежність від ситуації на світовому ринку, ніж усередині країни. Однак, стосується це країн з недостатньо розвинутими ринками облігацій, тоді як у міру розвитку цих ринків значущість даного каналу зростає [14].

Грошово-кредитна політика в Україні на сучасному етапі формується під впливом як позитивних, так і негативних чинників (рис. 2.2).



Рис. 2.2 Чинники формування грошово-кредитної політики НБУ в умовах реформування соціально-економічного середовища*

*Примітка: розроблено автором на основі джерел [1;78]

До чинників, що справляють позитивний вплив на формування та реалізацію грошово-кредитної політики НБУ можна віднести поступове відновлення економічної активності розвинутих країн та уповільнення темпів падіння економічного розвитку країн, що розвиваються, уповільнення інфляційних процесів у більшості національних економік, поступову стабілізацію фінансових ринків, економічну та політичну підтримку нашої країни міжнародними фінансовими організаціями та високорозвиненими країнами [1, с. 82].

Грошово-кредитна політика НБУ на сучасному етапі також піддається впливу досить великої кількості негативних чинників, які по відношенню до грошово-кредитної сфери можна поділити на зовнішні та внутрішні (табл. 2.1).

Чинником, який також негативно впливає на грошово-кредитну політику НБУ, є висока частка готівки у обсязі грошової маси [11, с. 162]. Так, рівень готівкового грошового агрегату M0 у структурі грошової маси на кінець 2017 р. становив 27,51 %, а станом на серпень 2018 – 27,87% [44], при тому що його

значення в країнах Східної Європи знаходиться в межах 10-15%. [11, с. 134, 162].

Таблиця 2.1

Негативні чинники формування грошово-кредитної політики НБУ*

Зовнішні чинники	Внутрішні чинники
<ul style="list-style-type: none"> - формування негативних очікувань через військові дії та нестабільну суспільно-політичну ситуацію; - несприятлива ситуація на зовнішніх товарних та фінансових ринках; - нестабільність макроекономічних та політичних умов реалізації грошово-кредитної політики; - висока залежність від імпорту енергоносіїв; - погіршення інвестиційного клімату, недостатні темпи зростання обсягів інвестицій; - високий рівень безробіття та низькі темпи зростання зайнятості; - зростання обсягів державного та гарантованого державою боргу; - низька ефективність програм і заходів запобігання фінансовим кризам; - відносно високий рівень «тіньової» економіки. 	<ul style="list-style-type: none"> - недостатня ефективність застосування монетарного інструментарію; - невідповідність структури кредитування цілям інвестиційного оновлення економіки; - дефіцит внутрішніх середньо - та довгострокових кредитних ресурсів; - нестабільність банківської системи, проблеми ліквідності і капіталізації окремих банків, збереження високої частки проблемних кредитів у банківських активах; - повільний розвиток фінансового ринку України; - недостатній рівень незалежності і прозорості діяльності НБУ, а також неузгодженість дій уряду і НБУ; - зростання девальваційних очікувань; - зростання недовіри до банківської системи, слабкість державного регулювання і контролю за банківською системою.

*Примітка: складено автором на основі джерела [1].

До цієї групи чинників належить також недостатність заходів щодо дедоларизації економічних відносин. За методикою МВФ рівень доларизації розраховується як відношення обсягу депозитів в іноземній валюті до грошового агрегату М3. Його прийнятним значенням є не більше ніж 30% [11; с. 134]. Показники, які характеризують рівень доларизації економіки розраховані в табл. 2.2.

Не зважаючи на тенденцію до зниження, ступінь доларизації кредитів та депозитів все ще залишається на досить високому рівні, а рівень доларизації, розрахований за методикою МВФ, перевищує допустимі 30% і протягом трьох років тримається в межах 32-34%. До того ж, розраховані показники не враховують готівкову іноземну валюту, яка знаходиться поза банками.

Таблиця 2.2

Показники, які характеризують рівень доларизації*

Показник	2015	2016	2017	2018 (станом на 01 вересня)
Депозити резидентів (всього), млн. грн.	716 728	793 475	898 844	927 831
Депозити резидентів у іноземній валюті, млн. грн.	324 817	367 056	407 872	415 277
Рівень доларизації депозитів, %	45,32	46,26	45,38	44,76
Кредити, надані резидентам (всього), млн. грн.	981 627	998 682	1 016 657	1 090 150
Кредити, надані резидентам в іноземній валюті, млн. грн.	547 802	493 683	446 031	481 520
Рівень доларизації кредитів, %	55,81	49,43	43,87	44,17
Грошовий агрегат МЗ, млн. грн.	994 062	1 102 700	1 208 859	1 233 422
Рівень доларизації за методикою МВФ, %	32,68	33,29	33,74	33,67

*Примітка: складено та розраховано автором на основі джерел [21; 31; 44].

При формуванні та проведенні грошово-кредитної політики НБУ необхідно враховувати тенденцію до демонетизації вітчизняної економіки, про що свідчать коефіцієнти монетизації, розраховані в табл. 2.3.

З таблиці 2.3 вбачається, що рівень монетизації економіки стрімко скорочується. Протягом трьох останніх років він не досягав навіть 50%, при тому, що у розвинених країнах прийнятним значенням є 70-80%. Такі значення коефіцієнта монетизації свідчать про недостатню забезпеченість економіки грошовою масою, що негативно впливає на економічний розвиток країни [83, с.38; 11, с. 162].

Таблиця 2.3

Розрахунок показників монетизації за 2014-2017 рр.*

Показник \ Рік	2014	2015	2016	2017
Грошовий агрегат МЗ, млн. грн.	956 728	994 062	1 102 700	1 208 859
ВВП (номінальний), млн. грн.	1 586 915	1 988 544	2 385 367	2 982 920
Рівень монетизації, %	60,23	49,99	46,23	40,52

*Примітка: складено та розраховано автором на основі джерел [22; 44]

Таким чином, при розробці напрямків грошово-кредитної політики

центрального банку необхідно проводити комплексну оцінку всіх чинників і визначати ступінь їх впливу на застосування тих чи інших інструментів грошово-кредитної політики, враховувати умови, в яких реалізується грошово-кредитна політика і їх вплив на її ефективність. Формування грошово-кредитної політики НБУ відбувається в умовах значної кількості негативних чинників, які по відношенню до грошово-кредитної сфери можна поділити на зовнішні та внутрішні. Переважна більшість внутрішніх чинників, які впливають на формування грошово-кредитної політики належать до сфери впливу НБУ, відповідно, саме він повинен відігравати провідну роль в боротьбі з ними.

Оцінюючи в цілому формування грошово-кредитної політики в Україні в процесі реформування соціально-економічного середовища, необхідно відмітити її поступовий відхід від використання адміністративних монетарних інструментів, а також формування грошово-кредитної політики на основі запровадження режиму інфляційного таргетування та переходу до плаваючого валютного курсу, лібералізації кредитного та валютного ринків, розвитку ринку цінних паперів та посилення незалежності НБУ як органу грошово-кредитного регулювання.

2.2. Аналіз рівня дотримання цільових індикаторів грошово-кредитної політики НБУ

Як було встановлено в підрозділі 1.1, цілі, на досягнення яких спрямована грошово-кредитна політика центрального банку, поділяються на три рівні: стратегічні, тактичні та оперативні. При цьому, стратегічною ціллю грошово-кредитної політики центрального банку найчастіше виступає забезпечення цінової стабільності. Така ціль є дещо абстрактною, адже при цьому не визначається ніяких кількісних показників, і оцінити рівень її реалізації можливо лише в довгостроковому періоді на основі загальної тенденції рівня

цін в певній країні. Для того, щоб в перспективі забезпечити цінову стабільність, визначаються короткострокові цілі грошово-кредитної політики центрального банку щодо певного показника грошово-кредитної сфери, які мають чітке кількісне вираження, і виконання чи невиконання яких можна достовірно оцінити. Такі кількісні показники і є цільовими індикаторами грошово-кредитної політики. Вони визначаються для короткострокового періоду – року, інколи для середньострокового, і закріплюються в Основних засадах грошово-кредитної політики на відповідний період.

В зв'язку з тим, що в Україні в останні роки, а саме з переходом до режиму інфляційного таргетування, змінився підхід щодо визначення цільового індикатора грошово-кредитної політики НБУ, узагальнено проаналізувати рівень дотримання цільових індикаторів в довгостроковому періоді неможливо, так як в різні періоди ними були валютний курс, монетарна база, і на даний момент – рівень інфляції. В зв'язку з цим, наше дослідження рівня дотримання цільових індикаторів грошово-кредитної політики НБУ буде включати два напрямки:

- 1) детальний аналіз дотримання цільового індикатора з моменту переходу до інфляційного таргетування;
- 2) узагальнене ретроспективне дослідження дотримання цільових показників за інших монетарних режимів.

До 2017 року в Україні застосовувались різні монетарні режими, відповідно в якості цільових індикаторів обиралися різні показники. При цьому такі показники лише умовно можна називати цільовими індикаторами грошово-кредитної політики, оскільки вони мали характер проміжних, операційних орієнтирів грошово-кредитної політики НБУ або прогнозів щодо значень відповідних показників. До того ж «Основні засади грошово-кредитної політики» не мали уніфікованої форми та відрізнялись за змістовим наповненням. Засади грошово-кредитної політики за деякі періоди взагалі не опубліковані чи не були прийняті, зокрема за 2011 та за 2016 рік. Всі ці фактори ускладнюють узагальнений аналіз рівня дотримання цільових індикаторів.

Для аналізу рівня дотримання цільових індикаторів грошово-кредитної політики НБУ візьмемо за основу дослідження Л.М. Рябініної [65] та доповнимо його більш пізнішими даними (додаток Ж).

Як вбачається з проведеного дослідження, в «Основних засадах грошово-кредитної політики» на 2005 та 2006 роки було визначено всі 4 монетарні орієнтири, в подальшому НБУ відходить від встановлення орієнтирів одночасно за кількома показниками. За результатами аналізу періоду 2005-2016 рр. можна сказати, що практично жоден із встановлених орієнтирів не був виконаний, крім грошової маси у 2005 р., грошової бази у 2006 р., обмінного курсу долара США у 2012 р. та рівня інфляції у 2013 р.

З 2017 року в грошово-кредитна політика НБУ здійснюється з дотриманням режиму інфляційного таргетування. Відповідно до цього, «Основними засадами грошово-кредитної політики на 2017 рік та середньострокову перспективу» встановлено середньострокову ціль щодо інфляції на рівні $5\% \pm 1$ п. п. (для річного приросту індексу споживчих цін), яка досягатиметься поступово [46]. Цільовий орієнтир за споживчою інфляцією на 2017 рік був встановлений на рівні $8\% \pm 2$ п. п. (грудень до грудня попереднього року) [46]. Траєкторія цільових показників для зміни індексу споживчих цін на подальші періоди подана в табл. 2.4.

Таблиця 2.4

**Траєкторія цільових показників грошово-кредитної політики
НБУ на 2018 – 2019 рр.***

Строк (на кінець періоду)	Цільовий показник рівня інфляції, %	Допустимий діапазон відхилень, п.п
березень 2018 р.	7,5	± 2
червень 2018 р.	7	
вересень 2018 р.	6,5	
грудень 2018 р.	6	
березень 2019 р.	5,75	± 1
червень 2019 р.	5,5	
вересень 2019 р.	5,25	
грудень 2019 р.	5	

*Примітка: складено автором на основі джерел [46; 47]

З грудня 2019 року визначена середньострокова ціль щодо інфляції стає неперервною в тому розумінні, що Національний банк докладатиме зусиль для її досягнення постійно, а не на кінець року [47]. Зазначені цілі щодо рівня інфляції на 2019 рік підтверджені і «Основними засадами грошово-кредитної політики на 2019 рік та середньострокову перспективу» [48].

Для аналізу рівня дотримання цільових індикаторів необхідно їх співставити з фактичним індексом споживчих цін. Дані щодо індексу споживчих цін наведені в додатку II. З них видно, що як за результатами 2017 року, так і станом на кінець вересня 2018 р., цільові індикатори щодо рівня інфляції не дотримані (табл. 2.5).

Рівень інфляції, який склався за результатами 2017 р. становив 13,7%, що на 5,7 п.п. вище цільового показника, та на 3,7 п.п. перевищує верхню межу допустимого відхилення фактичного рівня інфляції від цільового показника.

Таблиця 2.5

Результати аналізу рівня дотримання цільових індикаторів грошово-кредитної політики НБУ за період 2017-2018 рр.*

Строк виконання, рік	Значення цільового індикатора, %	Фактичний рівень інфляції, %	Відхилення, п.п.
Грудень 2017	8	13,7	+5,7
Березень 2018	7,5	13,2	+5,7
Червень 2018	7	9,9	+2,9
Вересень 2018	6,5	8,9	+2,4

*Примітка: складено та розраховано автором на основі джерел [22; 47]

Наприкінці року НБУ двічі підвищував облікову ставку: з 27 жовтня – до 13,5% річних (на 1 п. п.), а з 15 грудня – до 14,5% [42]. Рішення про підвищення облікової ставки обґрунтовувались Національним банком саме необхідністю приведення інфляції до цільових показників. Це дало певні позитивні результати, так як у листопаді 2017 р. споживча інфляція в Україні склала 13,6 %, тобто знизилась на 1 п.п. , проте за результатами січня 2018 р. навпаки – зросла. В зв'язку з цим НБУ знову підняв рівень облікової ставки з 26 січня до 16,0%. Вже з лютого 2018 р. рівень інфляції почав знижуватись, однак часто

таке зниження складало всього 0,1 п.п. за результатами відповідного місяця, в результаті чого рівень інфляції не потрапляв в цільовий діапазон. З огляду на це НБУ ще кілька разів вдався до підвищення облікової ставки [42]. Станом на 01 жовтня 2018 року облікова ставка закріплена на рівні 18,0%, а рівень інфляції з лютого по липень 2018 р. демонстрував стійкий низхідний тренд, в серпні зріс на 0,1 п.п., а у вересні знову знизився на 0,1 п.п.

Але разом з цим, станом на 01 жовтня 2018 р. рівень інфляції в Україні становив 8,9% і все ще перевищував встановлений цільовий орієнтир:

- річний – на 2,9 п.п. та верхню межу допустимого відхилення на 0,9 п.п;
- квартальний, встановлений для вересня, – на 2,4 п.п, верхню межу допустимого відхилення – на 0,4 п.п.

Для того щоб до кінця 2018 р. потрапити хоча б в допустимий діапазон відхилень, рівень інфляції за результатами жовтня та кожного з наступних двох місяців мав знижуватись мінімум на 0,3 п.п. Однак, за результатами жовтня 2018 р. рівень інфляції, порівняно з вереснем, зріс на 0,6 п.п. [22].

На рис. 2.3 зображено співвідношення фактичного рівня інфляції, цільового орієнтиру з діапазоном допустимих відхилень.

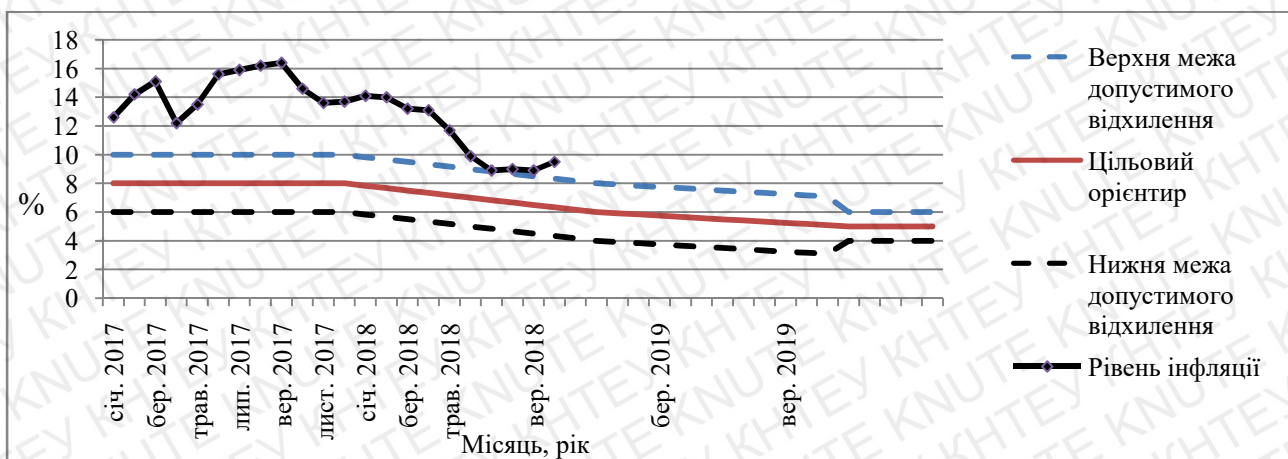


Рис. 2.3 Співвідношення фактичного рівня інфляції, цільового орієнтиру з діапазоном допустимих відхилень *

*Примітка: побудовано автором на основі джерел [22; 46; 47]

Графік наочно ілюструє, що фактичний показник інфляції, після

нетривалого періоду наближення до цільового діапазону, знову почав віддалятися.

Серед причин, які спричиняли високий рівень інфляції в 2018 р., монетарний орган виділяє збереження інфляційного тиску, посилення середньострокових інфляційних ризиків, спричинених перенесенням строку отримання траншу від МВФ, підвищенням інфляційних очікувань суб'єктів економіки [25]. НБУ висловив намір щодо продовження проведення жорсткої монетарної політики, що має забезпечити зниження інфляції до рівня, що знаходиться в межах цільового діапазону. Національний банк прогнозує, що станом на кінець 2018 р. рівень інфляції залишатиметься вищим, ніж цільові орієнтири ($6\% \pm 2$ в.п.) та складе 8,9% [25].

До факторів, які провокуватимуть зростання цін, монетарний орган відносить:

- швидке зростання споживчого попиту в результаті збільшення доходів населення;
- підвищення адміністративно регульованих цін внаслідок збільшення витрат на заробітну плату у сфері ЖКГ, поступового підвищення цін на енергоресурси на зовнішніх ринках, наближення ставок акцизного податку на тютюнові вироби до рівня ЄС;
- зростання вітчизняних цін на продовольчі товари в результаті їх наближення до цін у країнах - торговельних партнерах [24].

Продовжуючи обмежувальну монетарну політику, НБУ планує привести рівень інфляції в межі цільового діапазону, знизивши його до позначки 5,8%, не раніше четвертого кварталу 2019 р. А от досягнення цільового орієнтира щодо рівня інфляції в 5% прогнозується Національним банком лише у 2020 році [25].

Отже, до 2017 року в Україні застосовувались різні монетарні режими, відповідно в якості орієнтирів грошово-кредитної політики НБУ обиралися різні показники. Інколи прогнозувались всі чотири показники: індекс споживчих цін, грошова база, грошова маса та обмінний курс, а для деяких років не було встановлено жодного цільового індикатора (2007 р., 2008 р., 2011

р.). Протягом цього періоду Україна стабільно демонструвала недотримання визначених індикаторів грошово-кредитної політики НБУ. Починаючи з 2005 р. фактичні показники монетарної сфери лише декілька разів відповідали встановленим індикаторам.

З переходом до режиму інфляційного таргетування в Основних засадах грошово-кредитної політики чітко зазначається, що цільовим орієнтиром є виключно рівень інфляції. Фактичний рівень інфляції за результатами 2017 р. становив 13,7%, що на 5,7 п.п. вище цільового показника, та на 3,7 п.п. перевищував верхню межу допустимого відхилення фактичного рівня інфляції від цільового показника. Станом на 01 листопада 2018 р. рівень інфляції в Україні все ще перевищує встановлений цільовий орієнтир по інфляції. За прогнозами НБУ, цільовий орієнтир по інфляції за результатами 2018 р. так і не буде виконано.

Також варто зауважити, що позитивним моментом є стандартизація форми та уніфікація змісту головного програмного документа – «Основних засад грошово-кредитної політики».

2.3. Оцінка ефективності використання інструментів грошово-кредитної політики НБУ

Оцінка ефективності грошово-кредитної політики центрального банку відіграє вирішальну роль при ухваленні рішень щодо її формування та реалізації, зокрема, при визначенні цілей, виборі відповідного інструментарію. Критеріями такої оцінки можуть виступати досягнуті макроекономічні результати грошово-кредитного регулювання в залежності від поставлених стратегічних цілей грошово-кредитної політики центрального банку[33].

В контексті цього питання ми не будемо досліджувати визначення та регулювання норм обов'язкових резервів для банків, регулювання імпорту та

експорту капіталу, запровадження на строк до шести місяців вимоги щодо обов'язкового продажу частини надходжень в іноземній валюті та зміну строків розрахунків за операціями з експорту та імпорту товарів, що пов'язано з їх незначним впливом на результати грошово-кредитної політики.

Механізм процентної політики заснований на регулюванні центральним банком попиту та пропозиції на грошові кошти через зміну процентних ставок за своїми операціями. Ключову роль серед них відіграє облікова ставка НБУ. Динаміка її розміру наведена в додатку К. Після значного підвищення облікової ставки в березні 2015 р. відразу на 10,5 п.п., що обумовлено потребою вжиття запобіжних заходів у відповідь на прогнозоване посилення інфляційного тиску [36], з другої половини 2015 р. і до 2017 р. НБУ пом'якшував грошово-кредитну політику та знижував облікову ставку [36]. Проте, наприкінці 2017 р. та протягом 2018 р., з метою виконання цільових орієнтирів по інфляції, НБУ шість разів піднімав розмір облікової ставки, і станом на 1 жовтня 2018 року вона становить 18,0% [42]. Однак, як вбачається з досліджень, проведених в підрозділі 2.2, дієвість облікової ставки є не дуже високою, оскільки цільові індикатори грошово-кредитної політики НБУ не були дотримані, а зниження рівня інфляції, що слідувало за підняттям облікової ставки, часто становило менше одного відсотка.

Облікова ставка слугує основою для визначення інших процентних ставок НБУ: за кредитами овернайт, за кредитами, наданими шляхом проведення тендера, за операціями РЕПО. Проаналізувати їх динаміку можна шляхом дослідження зміни середньозваженої процентної ставки за всіма інструментами (додаток Л). Тенденції зміни облікової ставки та середньозваженої процентної ставки за всіма інструментами співпадають (рис. 2.4). Процентні ставки за кредитами «овернайт» та короткостроковими кредитами рефінансування встановлені на одному рівні – облікова ставка плюс 2 п.п., а за довгостроковими кредитами рефінансування – не нижче облікової ставки плюс 2 п.п. (див. додаток Е). За цих умов банки віддають перевагу надстроковим кредитам, які не використовуються для фінансування потреб бізнесу, а отже

така процентна політика не відповідає потребам реального сектору економіки.

Операції з рефінансування банків пов'язані з обліковою ставкою та ставками рефінансування. Дані щодо обсягу операцій рефінансування подані в додатку М. За результатами 2017 року загальний обсяг наданих коштів склав 41 258,9 млн. грн. Станом на 01.10.2018 р. обсяг рефінансування склав 83 446,5 млн. грн. Переважна більшість коштів надана через постійно діючу лінію рефінансування, тобто кредити «овернайт». Операції своп та операції РЕПО проводяться вкрай рідко [64]. Станом на 01.10.2018 р. частка кредитів «овернайт» в структурі загального обсягу наданих коштів становить 86,26%, а короткострокових кредитів рефінансування, відповідно, 13,74%. З серпня 2018 р. запроваджено новий інструмент – довгострокові кредити рефінансування, однак, фактично такі операції ще не проводились.

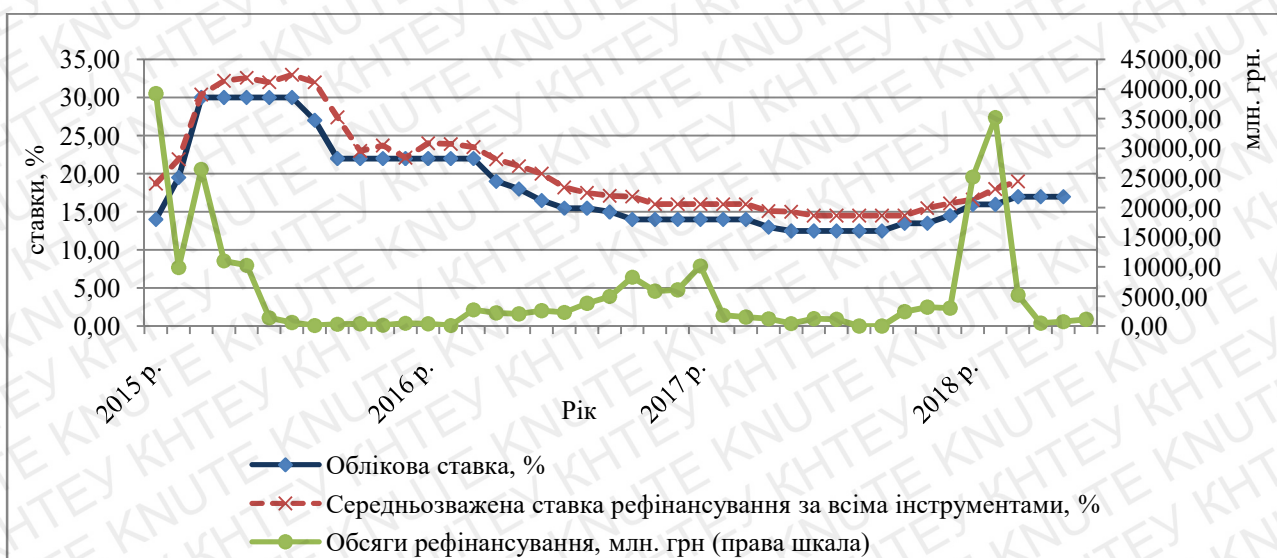


Рис. 2.4 Динаміка облікової ставки, середньозваженої процентної ставки за всіма інструментами та обсягів рефінансування*

*Примітка: побудовано автором на основі джерел [7; 16; 64]

Взаємозв'язок між процентними ставками та обсягами рефінансування має полягати в тому, що підвищення облікової ставки спричиняє підвищення ставок рефінансування, що призводить до зменшення обсягів рефінансування. Проте, з рис. 2.4 такого однозначного зв'язку не вбачається. Отже, обсяги рефінансування залежать, крім відсоткових ставок, і від інших факторів,

зокрема, в умовах структурного профіциту ліквідності в банківській системі банки не потребують додаткових коштів.

В цілому, протягом досліджуваного періоду, зберігались відносно низькі обсяги рефінансування, отже, українські банки не надто активно користуються коштами рефінансування та не потребують додаткової ліквідності. Однак, АТ «Ощадбанк» протягом 2017 р., все ж таки декілька разів звертався до цього механізму. Зокрема, відповідно до фінансової звітності банку станом на 5 квітня 2017 року АТ «Ощадбанк» здійснив дострокове погашення кредитів в сумі 2 019 005 тис. грн., які були отримані від НБУ в якості рефінансування [61], а також, ще принаймні двічі залучав кредити, на умовах рефінансування: на суму 3 млрд. грн. і на суму 2 млрд. грн., які на початку 2018 року також були погашені достроково [27].

Об'єктом операцій НБУ на відкритому ринку виступають, як правило, облігації внутрішньої державної позики. В додатку Н наведені дані, щодо ОВДП, які знаходяться в обігу з розподілом за держателями. З рис. 2.5 вбачається, що основна частка ОВДП у 2015-2016 рр. знаходилась саме у власності НБУ.

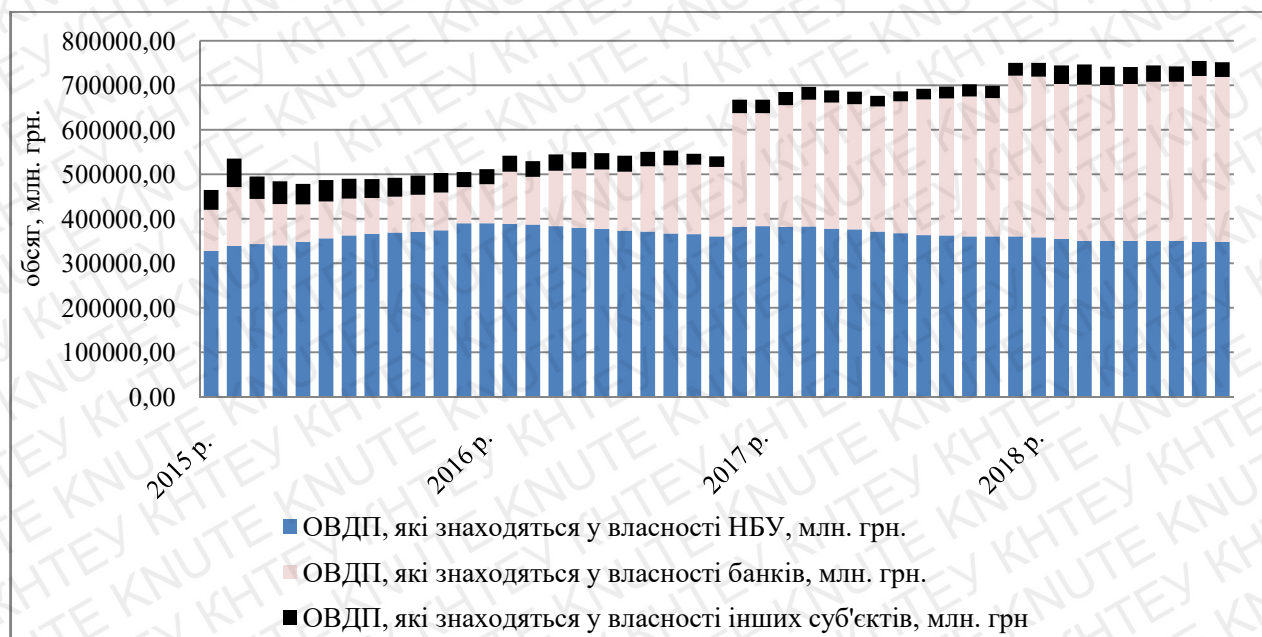


Рис. 2.5 ОВДП, які знаходяться в обігу, млн. грн.(за період з 2015 року по жовтень 2018 року)*

*Примітка: побудовано автором на основі [43]

Протягом 2015 р. обсяг ОВДП в портфелі НБУ постійно зростає. Станом на 31 грудня 2015 р. у власності НБУ перебувало ОВДП на суму 389,93 млрд. грн., що становило 77,19% всіх ОВДП, які перебували в обігу. Однак, більшість науковців звертають увагу на те, що купівля Національним банком ОВДП мала на меті не управління ліквідністю банківської системи, а була способом непрямого фінансування бюджетного дефіциту та державних витрат [75; 6]. Починаючи з 2016 року спостерігається тенденція до зменшення обсягів ОВДП, у портфелі НБУ з одночасним зменшенням їх питомої ваги в загальній кількості ОВДП. Так, станом 30 вересня 2018 р. частка ОВДП, які перебувають у власності НБУ, в їх загальній кількості складала 46,3%. Зменшення частки ОВДП в портфелі НБУ пов'язане з необхідністю подолання фіскального домінування як обов'язкової умови впровадження інфляційного таргетування.

В додатку П наведені дані щодо щомісячної зміни обсягу ОВДП в портфелі НБУ за період з січня 2017 р. по вересень 2018 р., на основі яких, можна зробити висновок, що протягом січня 2017 – вересня 2018 р. НБУ переважно продавав ОВДП. Однак, в 2018 р. активність операцій НБУ з ОВДП є значно нижчою, ніж в попередні періоди, що особливо помітно з графіку, наведеного в додатку Р, який демонструє динаміку обсягу ОВДП, що перебувають у власності НБУ. Обсяг ОВДП в портфелі НБУ залишається на незмінному рівні протягом тривалих періодів, що свідчить про те, що НБУ не здійснює операцій з їх купівлі-продажу.

Отже, на основі вищевикладеного, можна зробити висновок, що операції НБУ на відкритому не належить до основних монетарних інструментів.

Незважаючи на відхід від режиму фіксованого валютного курсу, НБУ зберігає свою присутність на валютному ринку, з метою згладжування різких коливань валютного курсу. В додатку С наведені дані щодо обсягу валютних інтервенції протягом 2015-2018 рр. НБУ здійснює як продаж так і купівлю іноземної валюти залежно від умов, які складаються на валютному ринку. В періоди погіршення ситуації на валютному ринку, сезонного підвищення попиту на іноземну валюту чи зменшення пропозиції, погіршення курсових

очікувань НБУ здійснює інтервенції з продажу іноземної валюти, а в періоди стабілізації ситуації – інтервенції з купівлі. При цьому, протягом всього періоду 2015-2018 рр. обсяги купівлі іноземної валюти переважали обсяги її продажу.

На рис. 2.6 графічно зображено обсяги валютних інтервенцій з продажу іноземної валюти та динаміку зміни валютного курсу. Інтервенції з продажу валюти відповідають пікам зростання валютного курсу, після чого настає його зниження, отже, валютні інтервенції НБУ досягли бажаного ефекту.

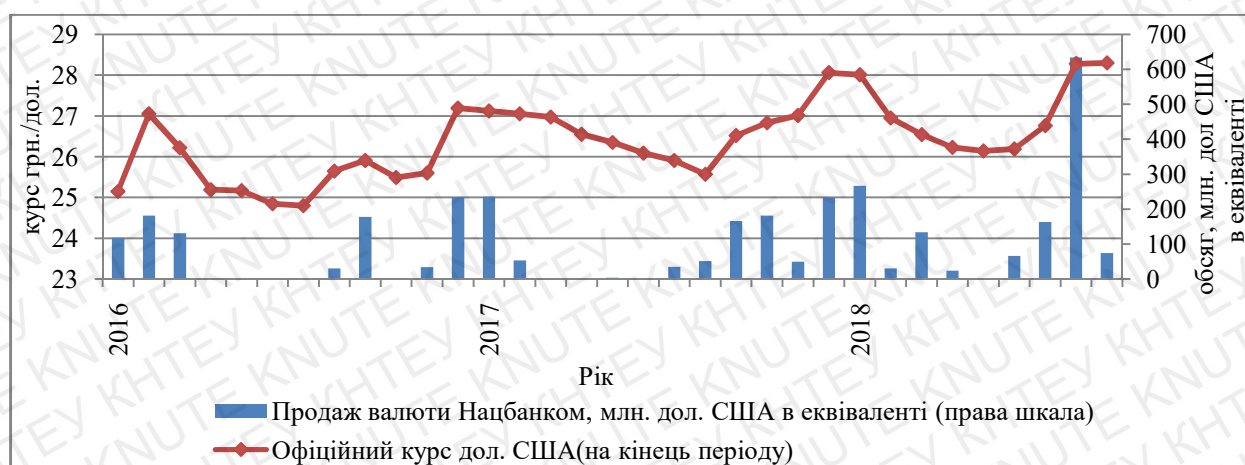


Рис. 2.6 Обсяги валютних інтервенцій з продажу іноземної валюти та динаміка валютного курсу*

*Примітка: побудовано автором на основі [53]

Операції з власними борговими зобов'язаннями НБУ здійснює через випуск депозитних сертифікатів до наступного робочого дня (овернайт) та депозитних сертифікатів строком до 14 днів та/або строком до 100 днів [58]. Розміщення депозитних сертифікатів є методом мобілізації коштів, вилучення надлишкової ліквідності та зменшення грошової маси. Дані щодо обсягу коштів, мобілізованих шляхом розміщення депозитних сертифікатів, наведені в додатку Т. Протягом 2015-2018 рр. НБУ активно залучав кошти шляхом розміщення депозитних сертифікатів (рис. 2.7).

Наведений графік демонструє переважання частки операцій з депозитними сертифікатами «овернайт» в загальній структурі мобілізаційних операцій. Наприклад, за період січень-жовтень 2018 р. частка коштів, залучених

через розміщення депозитних сертифікатів «овернайт» склала 64,37%.

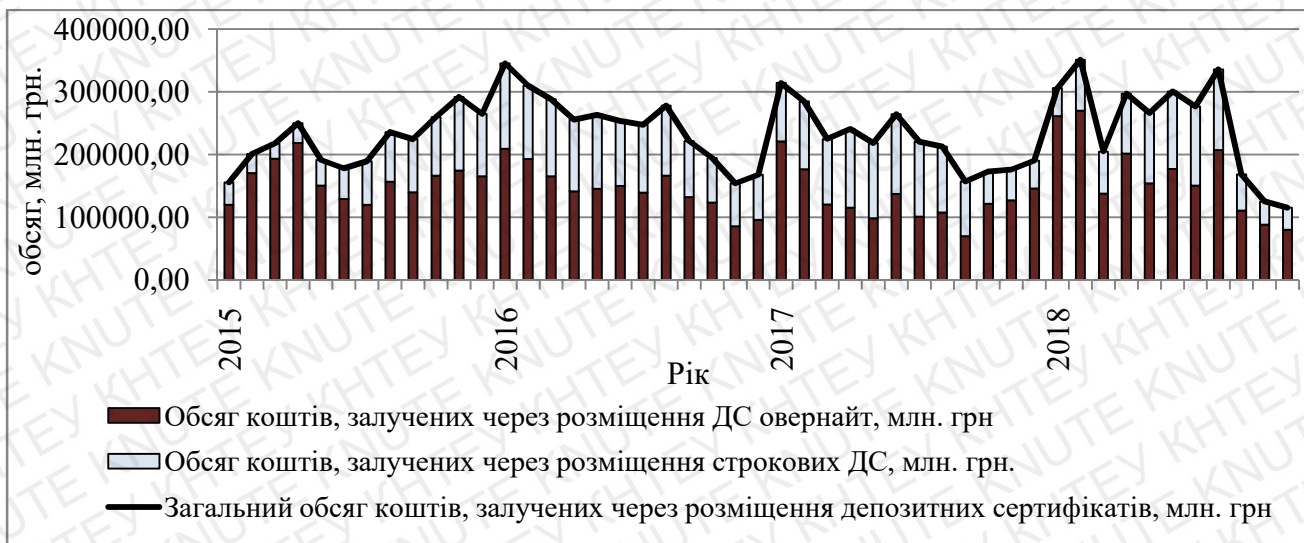


Рис. 2.7 Обсяг коштів, залучених через розміщення депозитних сертифікатів, млн. грн.*

*Примітка: побудовано на основі джерела [64]

Науковці звертають увагу також на проблему завищених відсоткових ставок за депозитними сертифікатами. З графіку, наведеного в додатку У, видно, що відсоткові ставки за депозитними сертифікатами, за міжбанківським кредитам та за кредитами суб'єктам господарювання знаходяться на рівнях, близьких один до одного. Внаслідок цього, а також за умов безризиковості депозитних сертифікатів, створюються передумови для спрямування тимчасово вільних коштів саме в ці операції. За таких умов, враховуючи переважання мобілізаційних операцій «овернайт», можна припустити, що в даному випадку вони використовуються не за своїм призначенням – як інструмент грошово-кредитної політики центрального банку, а перетворились на безризиковий фінансовий актив, який дає змогу отримати додатковий прибуток.

Математично оцінити ефективність використання інструментів грошово-кредитної політики можна за допомогою кореляційно-регресійного аналізу [70; 76]. На основі методики, розробленої Г.М. Тарасовою та Т. Енхтуяа, ми проаналізували ефективність використання монетарних інструментів НБУ. За результативний показник Y оберемо рівень інфляції, а до факторних показників

включаємо: облікову ставку, обсяг ОВДП, який перебуває у власності НБУ, сальдо валютних інтервенцій, обсяги мобілізованих коштів, обсяги рефінансування. За допомогою засобів MS Excel визначаємо коефіцієнти кореляції. Результати кореляційного аналізу подані в табл. 2.6. Найбільш тісний зв'язок існує між рівнем інфляції та такими факторними показниками як обсяг ОВДП в портфелі НБУ, обсяги рефінансування та розмір облікової ставки.

Таблиця 2.6

Значення коефіцієнтів кореляції (R) між динамікою показників інфляції та окремими показниками грошово-кредитної сфери станом на 01.10.2018 р. *

Факторний показник	Коефіцієнт кореляції, R
Обсяг ОВДП в портфелі НБУ (X_1)	0,37
Обсяги рефінансування (X_2)	0,31
Облікова ставка (X_3)	-0,306
Обсяги мобілізованих коштів (X_4)	-0,22
Сальдо валютних інтервенцій (X_5)	-0,16

*Примітка: розраховано на основі даних джерел [22; 42; 43; 64; 53]

Проведені розрахунки засвідчили, що між рівнем інфляції та обсягами ОВДП в портфелі НБУ, обсягами рефінансування існує прямий зв'язок: зростання кожного з цих факторів призведе до зростання інфляції. Від'ємний коефіцієнт кореляції підтверджує наявність зворотного зв'язку між рівнем інфляції та розміром облікової ставки, обсягами мобілізованих коштів, сальдо валютних інтервенцій.

За результатами регресійного аналізу отримано значення коефіцієнта множинної детермінації 0,43, отже, рівень інфляції в країні на 43% визначається впливом монетарних інструментів, прийнятих за факторні показники, відповідно на 57% рівень інфляції зумовлюється немонетарними чинниками. За результатами аналізу побудовано регресійне рівняння:

$$Y=93,74+0,022X_1+0,039X_2-0,031X_3-0,003X_4-0,514X_5 \quad (2.1)$$

Рівняння показує, що збільшення обсягів ОВДП в портфелі НБУ на 1% призведе до зростання інфляції на 0,02%, а збільшення обсягів рефінансування на 1% - до зростання інфляції на 0,04%. Із підвищенням облікової ставки на 1%

рівень інфляції має знизитись в середньому 0,03%. Збільшення обсягів мобілізаційних операцій на 1% призведе до зниження рівня інфляції на 0,003%. Неочікуваними виявились результати щодо ступеня впливу на рівень інфляції валютних інтервенцій, який виявився найбільшим – 0,51%.

Показник розміру зміни результату під впливом одиниці фактору виражає ефективність такого фактору (табл. 2.7).

Таблиця 2.7

Результати оцінки ефективності використання інструментів грошово-кредитної політики НБУ станом на 01.10.2018 р.*

Інструмент грошово-кредитної політики	Ефективність використання, %
Операції НБУ на відкритому ринку	0,02
Рефінансування	0,04
Процентна політика	0,03
Емісія боргових зобов'язань НБУ та операції з ними	0,003
Валютні інтервенції	0,5

*Примітка: розраховано на основі даних джерел [22; 42; 43; 64; 53]

Отже, ефективність інструментів грошово-кредитної політики визначається їх можливістю впливати на досягнення цілей такої політики. За результатами дослідження встановлено, що найбільший вплив на цільовий орієнтир грошово-кредитної політики – рівень інфляції, мають валютні інтервенції, операції рефінансування та процентна політика.

При цьому, за допомогою кореляційно-регресійного аналізу встановлено, що найбільшу ефективність серед інструментів грошово-кредитної політики НБУ, мають валютні інтервенції, оскільки зміна їх сальдо на 1% теоретично має призвести до зміни рівня інфляції на 0,5%, в той час як для процентної політики такий показник складає лише 0,03%.

Використання всього різноманіття регулюючих інструментів, їх відповідність економічній кон'юктурі, розумна міра їх застосування та гнучке поєднання дозволять максимально швидко і точно досягти намічених результатів, що буде служити запорукою ефективної грошово-кредитної політики центрального банку.

РОЗДІЛ 3

ПІДВИЩЕННЯ ЕФЕКТИВНОСТІ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ ТА ВДОСКОНАЛЕННЯ ОКРЕМИХ ЇЇ ІНСТРУМЕНТІВ

3.1. Сучасні проблеми формування та реалізації грошово-кредитної політики в Україні

Як було встановлено в підрозділі 2.1, формування та реалізація грошово-кредитної політики НБУ відбувається за умов дії чинників, що істотно знижують її ефективність. Деякі з них, такі як ситуація на зовнішніх ринках та коливання світових цін на продукти, що становлять основу українського експорту, залежність України від імпорту енергоносіїв, військовий конфлікт на території України тощо, лежать поза сферою безпосереднього впливу Національного банку України, однак, деякі належать до сфери грошового обігу, відповідно, провідну роль в боротьбі з ними має відігравати саме НБУ.

До останніх, перш за все, відноситься низький відсоток монетизації економіки, високий ступінь доларизації та зависока частка готівкових коштів в грошовій масі (рис. 3.1).

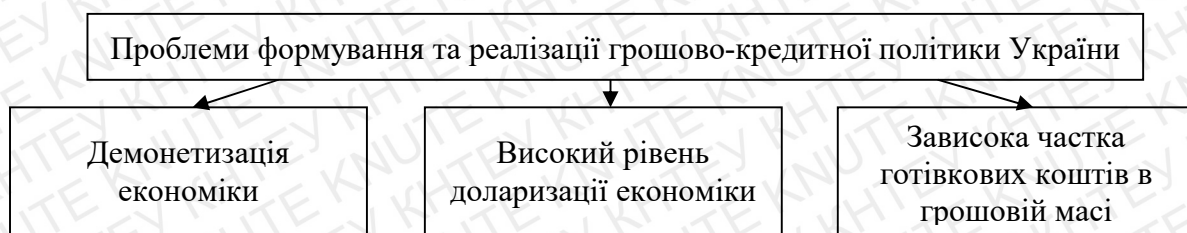


Рис. 3.1 Проблеми формування та реалізації грошово-кредитної політики України*

*Примітка: побудовано автором

Аналізуючи інфляційні процеси 2014-2015 рр., розробники Стратегії розвитку банківської системи 2016-2020, підтриманої Комітетом ВРУ з питань фінансової політики і банківської діяльності, зазначали, що їх особливістю є

зростання рівня інфляції при одночасній демонетизації реального сектору економіки [75].

У підрозділі 2.1 було встановлено, що при оптимальному значенні коефіцієнта монетизації у розмірі 70-80%, в Україні цей показник не досягає навіть 50% і, до того ж, стрімко скорочується. Занизькі значення коефіцієнта монетизації свідчать про недостатню забезпеченість економіки грошовою масою, наслідками якої може стати стагнація фондового, товарного і валютного ринків, тривалі кризи збуту і платежів, акумулювання незначних об'ємів заощаджень і, як наслідок, – інвестицій [11, с. 162]. Тобто, в Україні сформувалась ситуація, за якої, інфляційні процеси супроводжуються «грошовим голодом» у реальному секторі економіки [75].

З метою недопущення негативних наслідків демонетизації, монетарний орган повинен змінити характер використання інструментів грошово-кредитної політики таким чином, щоб вони були направлені не на вилучення грошей з обігу, а на їх перерозподіл між секторами економіки. У таких умовах Національному банку необхідно вжити заходів, які сприятимуть зниженню обсягів мобілізаційних операцій, стимулюватимуть спрямування надлишкової банківської ліквідності не на фінансовий чи валютний ринок, а для кредитування підприємств реального сектору, розробити, можливо у співпраці з урядом, програми стимулювання кредитування виробничої сфери, особливо, експортоорієнтованих виробництв.

Іншим важливим фактором, який негативно впливає на ефективність грошово-кредитного регулювання є досить значний рівень доларизації економіки.

Як вбачається з розрахунків, проведених в підрозділі 2.1, рівень доларизації в Україні все ще перебуває на рівні, вищому за допустимі 30%, і коливається в межах 32-34%. При цьому, варто зауважити, що значна кількість іноземної валюти перебуває в готівковій формі, обертається на тіньовому валютному ринку, відповідно вона не була врахована при розрахунку цього показника, а отже, реальний рівень доларизації є вищим.

Науковці зауважують, що значний рівень доларизації створює додатковий тиск на валютний курс, ускладнює реалізацію грошово-кредитної політики центрального банку, знижує ефективність впливу її інструментів на грошову масу [11, с. 134, 167].

Найпростішим методом дедоларизації, яким скористались такі країни як Аргентина, Словаччина, Польща, Чехія, є адміністративна заборона на відкриття депозитів в іноземній валюті всередині держави. Однак такий захід є ефективним і простим лише на перший погляд, оскільки його позитивний ефект нівелюється більш серйозними негативним наслідком - збільшенням обігу іноземної готівкової валюти на внутрішньому ринку [12]. Така форма доларизації є вкрай небажаною, оскільки практично не можливо достовірно оцінити її рівень, а заходи боротьби з нею є менш ефективними. До адміністративних заходів дедоларизації належать також обмеження кредитування в іноземній валюті чи встановлення більш жорстких правил діяльності банківських установ, пов'язаної з іноземним капіталом на вітчизняному ринку [11, с.158].

До конкретних заходів боротьби з доларизацією на рівні НБУ можна віднести диференціацію нормативів обов'язкового резервування залежно від валюти коштів, вжиття протекціоністських заходів відносно національної валюти, наприклад, виключивши іноземну валюту з переліку прийнятного забезпечення за кредитами рефінансування, тощо, а також нарощення та оптимізацію структури міжнародних резервів, що має стати психологічним чинником зниження негативних очікувань на валютному ринку та дедоларизації в країні [71].

З іншого боку, такі заходи матимуть лише частковий ефект, оскільки першопричиною доларизації є недовіра суб'єктів народного господарства до національної валюти. В зв'язку з цим, основними факторами дедоларизації економіки є забезпечення цінової та курсової стабільності, прогнозованості динаміки обмінного курсу національної валюти, формування у економічних суб'єктів впевненості у стабільності національної валюти [11, с.95, 165].

В короткостроковій перспективі єдиним засобом стабілізації валютного курсу є валютні інтервенції центрального банку. На даний час, НБУ проводить раціональну політику валютних інтервенцій, згладжуючи надмірні коливання обсягів пропозиції іноземної валюти. Разом з цим, передумовою курсової стабільності є стабільне позитивне сальдо торгового і платіжного балансів, що забезпечить регулярне надходження іноземної валюти на внутрішній ринок. Це, в свою чергу, знову піднімає питання необхідності проведення комплексної державної економічної політики, спрямованої на підтримку та диференціацію експортоорієнтованих та імпортозамінних виробництв, а отже знаходиться поза можливим впливом Національного банку.

Ефективність грошово-кредитної політики знижується також через досить високу частку готівки в структурі грошової маси, оскільки, контролювати готівковий обіг складніше. Так, в підрозділі 2.1. було встановлено, що рівень грошового агрегату M_0 у структурі грошової маси станом на серпень 2018 р. становив 27,87%., що більш ніж на 10% перевищує його прийнятний рівень.

В контексті вирішення цієї проблеми можна окреслити два напрямки:

1) популяризація та підвищення доступності безготівкових розрахунків, зокрема, шляхом технічного сприяння поширенню безготівкових розрахунків населення в Україні, підвищення фінансової грамотності населення у сфері використання платіжних карток, забезпечення використання платіжних карток державними органами і бюджетними організаціями, переведення всіх установ, передусім у регіонах та у сільській місцевості на зарплатні проекти з використанням платіжних карток, однак, за умови розвитку відповідної інфраструктури безготівкових платежів в цих регіонах, а також своєчасного вдосконалення платіжних та інформаційних технологій, відповідного обладнання та програмного забезпечення [11, с. 167];

2) підвищення обсягів залучення коштів населення на депозитні рахунки шляхом підвищення надійності системи гарантування вкладів фізичних осіб, а також збільшенню суми гарантованого відшкодування [11, с. 167].

Варто також зауважити, що підвищення суми гарантованого

відшкодування одночасно наблизить вітчизняну систему до вимог законодавства ЄС, так як Директивою Європейського парламенту та Ради 2014/49/ЄС встановлена значно більша гарантована сума, яка становить 100 тис. євро [85]. Разом з цим, такий захід виходить за межі повноважень НБУ, оскільки потребує внесення змін до Закону України «Про систему гарантування вкладів фізичних осіб», що належить до компетенції Верховної Ради України. Однак, НБУ, як суб'єкт, наділений правом законодавчої ініціативи, може виступити ініціатором відповідних змін, розробивши та подавши відповідний законопроект.

Необхідно враховувати також те, що ці заходи не будуть успішними без подолання загальної недовіри суб'єктів економіки, в перш чергу, населення, до банківської системи, основою якого має стати стабілізація банківської системи, недопущення в майбутньому масового банкрутства банківських установ, зокрема, шляхом підвищення ефективності банківського нагляду.

Окрему увагу слід приділити проблемі узгодженості грошово-кредитної та фіскально-бюджетної політики, дій НБУ та уряду чи інших органів влади.

Наприклад, Т.С. Гудіма відмічає, що в розпорядженні уряду є більш впливовий інструментарій для забезпечення курсової стабільності ніж в НБУ, оскільки незадовільний стан торгового та платіжного балансу, який є фактором дестабілізації валютного курсу, серед іншого, може бути спричинений слабкою політикою держави щодо підвищення конкурентоспроможності національних товаровиробників, не створення сприятливих умов для виробництва продукції, яка задовольнятиме як потреби внутрішнього ринку, так і експорту [18]. НБУ, в свою чергу, має надзвичайно обмежений інструментарій впливу на валютний курс – через використання золотовалютних резервів.

Урядова політика може впливати і на цінову стабільність. Так, підвищення соціальних виплат, заробітних плат працівникам бюджетних організацій без відповідного зростання продуктивності праці провокує інфляцію попиту, а підвищення акцизного податку, що збільшує вартість товарів для споживачів чи зростання цін на продукцію, наприклад, в результаті

встановлення додаткових вимог до перевірки її якості, може спричинити інфляцію витрат. Урядова політика може впливати і на ринок кредитних ресурсів, зокрема через випуск ОВДП, в умовах високої дохідності та безризиковості яких, банкам значно вигідніше вкладати вільні кошти в цей актив, ніж кредитувати промисловість.

В зв'язку з цим, важливою умовою підвищення ефективності грошово-кредитної політики та досягнення встановлених цілей також є організація продуктивної співпраці НБУ та інших органів державної влади, зокрема уряду, пріоритетними напрямками якої є розвиток фондового ринку та стимулювання кредитування виробничих підприємств [18]. При цьому говориться не про встановлення контролю уряду над Національним банком, а саме про їх співпрацю як рівноправних, самостійних органів державної влади, прийняття відповідних рішень за результатами конструктивного діалогу, оскільки високий ступінь незалежності центрального банку, навпаки, є стандартом в розвинених державах та необхідною умовою реалізації режиму інфляційного таргетування.

Отже, здійснення окреслених заходів дозволить істотно підвищити ефективність грошово-кредитної політики. Популяризація безготівкових розрахунків та вдосконалення їх технічного аспекту, збільшення суми гарантованого відшкодування за вкладками дозволить зменшити частку готівки в обігу. Одночасно, необхідно вживати заходів, спрямованих на підвищення довіри населення до банківської системи в цілому. Диференціація нормативів обов'язкового резервування та виключення іноземної валюти зі складу допустимого забезпечення за кредитами рефінансування є конкретними заходами, які дозволять частково знизити рівень доларизації економіки. Разом з цим, ця проблема потребує комплексного підходу, який полягає в зміцненні довіри до національної грошової одиниці та забезпеченні стабільності обмінного курсу, в основі якого забезпечення стабільно додатного сальдо торгового та платіжного балансів. Цей напрям, а також розвиток фондового ринку та стимулювання кредитування виробничих підприємств потребують налагодження ефективної співпраці НБУ з урядом.

3.2. Запровадження режиму інфляційного таргетування в реалізації грошово-кредитної політики в Україні

Як було відмічено в попередніх розділах, період з 2016 р. по 2018 р. характеризується переглядом основних підходів до формування та реалізації грошово-кредитної політики в нашій державі. Так, з 2017 року НБУ перейшов до практичного впровадження режиму інфляційного таргетування.

Протягом тривалого часу в Україні головним орієнтиром при провадженні грошово-кредитної політики залишалось утримання валютного курсу національної грошової одиниці на певному рівні, тобто реалізовувався режим валютного таргетування. Однак в умовах обмежених можливостей регулятора у забезпеченні фіксованого валютного курсу, досягнутих домовленостей з міжнародними організаціями, а також, складної політичної ситуації 2014 р., що спричинила економічну кризу, Україна мала відмовитись від режиму фіксованого валютного курсу, перейти до політики гнучкого курсоутворення та забезпечити впровадження режиму інфляційного таргетування.

Певний період (2014 – 2015 р.) вже при плаваючому валютному курсі в Україні панував режим монетарного таргетування, так як необхідно було забезпечити стабілізацію фінансової системи та створити належні передумови для переходу до інфляційного таргетування, а вже з 2017 р. в Україні безпосередньо реалізується останній (рис.3.2).

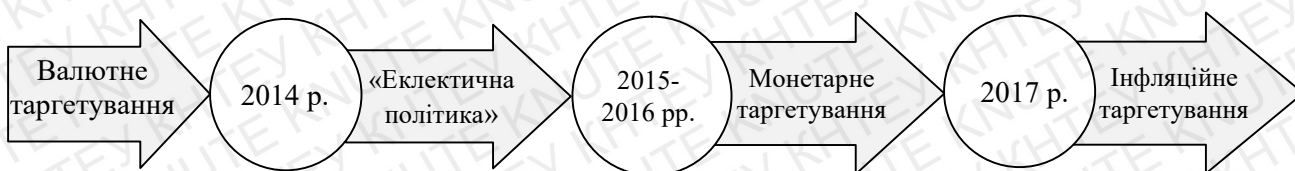


Рис. 3.2 Еволюція монетарних режимів в Україні*

*Примітка: побудовано автором на основі джерел [68; 74]

Однак, як було встановлено в підрозділі 2.2, з початку впровадження

нового монетарного режиму рівень інфляції не потрапляє навіть в допустимий діапазон відхилень щодо цільового орієнтира, визначеного Основними засадами грошово-кредитної політики. Лише починаючи з липня 2018 р. фактичний рівень інфляції впритул наблизився до верхньої межі допустимого відхилення від встановленого орієнтира по інфляції. Однак, на думку Правління НБУ, і така ситуація протримається недовго. Регулятор прогнозує посилення інфляційного тиску, в зв'язку з перенесенням строків отримання чергового траншу від МФВ, зростанням інфляційних очікувань економічних суб'єктів, високими темпами підвищення споживчого попиту, відтоком іноземних інвестицій, який пов'язаний з загальносвітовою тенденцією виходу інвесторів з країн, що розвиваються [25].

Однак, невдачі, які супроводжують впровадження в Україні режиму інфляційного таргетування не є підставою для відмови від нього. Про дієвість такого режиму щодо зниження рівня інфляції свідчить досвід інших країн. В табл. 3.1 наведені дані щодо результатів запровадження інфляційного таргетування в окремих країнах.

Таблиця 3.1

Рівень інфляції в країнах, які запровадили режим інфляційного таргетування [41]

Країна	Рік запровадження режиму інфляційного таргетування	Середній ІСЦ за 5 років до запровадження, %	Середній ІСЦ через 5 років після запровадження, %	Відхилення
Ізраїль	1997	11,3	4,4	-6,9
Чехія	1998	8,7	4,6	-4,1
Південна Корея	1998	5,0	3,5	-1,5
Бразилія	1999	19,3	8,7	-10,6
Чилі	1999	7,7	3,2	-4,5
Польща	1999	21,3	5,1	-16,2
Колумбія	1999	20,3	8,3	-12
Таїланд	2000	5,1	1,7	-3,4
ПАР	2000	7,4	5,5	-1,9
Мексика	2001	19,4	4,9	-14,5
Угорщина	2001	12,3	4,8	-7,5
Філіппіни	2002	6,6	4,4	-2,2
Перу	2002	5,0	1,9	-3,1

В кожній з наведених країн запровадження режиму інфляційного таргетування мало позитивний вплив на рівень інфляції. Вражаючими видаються результати Польщі та Мексики, в яких запровадження цього режиму дало змогу скоротити рівень інфляції на 16,2 п.п. та 14,5 п.п. відповідно.

Мотиваційним для України може бути приклад Мексики, в якій фактичний рівень інфляції у перші роки після переходу до режиму інфляційного таргетування, та й в подальшому, часто не відповідав встановленому орієнтиру, однак послідовність грошово-кредитної політики центрального банку сприяла тому, що інфляційні очікування економічних агентів поступово знижувались та стабілізувались на рівні, наближеному до середньострокового таргету, а також позитивно вплинула на довіру до такої політики, що допомагає швидко повернути інфляцію на рівень таргету після її значних сплесків [41]. А от досвід Туреччини щодо перегляду цілей по інфляції наслідувати категорично не варто. Так, після кількох років перевищення фактичного рівня інфляції над встановленим таргетом, в 2009 р. центральний банк вирішив його підвищити, що призвело до втрати контролю над інфляційними очікуваннями, які перевищують встановлену ціль і зберігають тенденцію до зростання. Це, в свою чергу, є однією з причин, які перешкоджають зниженню рівня інфляції до рівня таргету [41].

Отже, недосягнення встановленого рівня інфляції не є підставою для відмови Україною від подальшого впровадження інфляційного таргетування чи перегляду встановленої цілі в бік підвищення, а, навпаки, потребує вдосконалення використання конкретних інструментів грошово-кредитної політики, оскільки вони не враховують причини та особливості інфляції в Україні, а також стан справ в реальному секторі економіки.

Інфляція в Україні спричинена не зростанням грошової маси, що підтверджується розрахованими нами показниками монетизації, а девальвацією гривні через зростання тарифів і збільшення цін імпортованих товарів, в тому числі, енергоносіїв. [26, с. 141]. Така інфляція є не інфляцією попиту, а інфляцією витрат, тому вона не може бути подолана шляхом стиснення

грошової маси та вилученням надлишкової ліквідності з банківської системи. [26, с. 141]. Науковці відмічають, що за таких умов, навпаки, необхідно використовувати методи боротьби зі стагфляцією, а саме розігрівати економіку через продуктивну емісію, стимулювати виробництво, імпортозаміщення, насичення внутрішнього ринку товарами національного виробника, підтримувати розвиток експортоорієнтованих виробництв, створити такі умови, за яких банки будуть спрямовувати вільні кошти не на фінансовий ринок чи спекулятивні операції, а в кредитування реального сектору економіки [75].

За режиму інфляційного таргетування основним інструментом грошово-кредитного регулювання має виступати процентна політика, яка у вітчизняних реаліях зводиться до зміни розміру облікової ставки. Однак в умовах немонетарного характеру інфляції ефективність такого заходу є досить низькою. Так, в підрозділі 2.3 встановлено, що із збільшенням облікової ставки на 1% рівень інфляції знизиться в середньому лише на 0,03%. За таких умов, при необхідності збереження пріоритетності процентної політики серед інших монетарних інструментів, необхідно змінити підхід до її формування таким чином, щоб основним її спрямуванням стало не зменшення пропозиції грошей, а стимулювання спрямування тимчасово вільних коштів на фінансування реального сектору економіки.

Складовою режиму інфляційного таргетування є також зниження та стабілізація на відповідному рівні інфляційних очікувань, оскільки їх зростання є потужним фактором, який провокує розвиток інфляції. Однак, недовіра суб'єктів економіки до дій та політики НБУ негативно впливає на інфляційні, а також і на девальваційні очікування, обмежує регулюючу дію монетарних інструментів. Тому, важливим компонентом успішності нового монетарного режиму є зміцнення довіри економічних агентів до НБУ, зокрема, до його грошово-кредитної політики. Так, з метою подолання недовіри до дій НБУ, політика, яка ним проводиться, в першу чергу, повинна бути послідовною, відкритою та прозорою, що має забезпечуватись публічним декларуванням цілей і завдань грошово-кредитної політики, регулярним розкриттям

інформації, слідуванням задекларованим цілям [11, с.146]. Важливе значення має також оприлюднення даних щодо використання монетарних інструментів. Зокрема, варто відмітити необхідність оприлюднення систематизованої та узагальненої інформації щодо операцій НБУ на відкритому ринку.

Важливою умовою успішної реалізації режиму інфляційного таргетування, що забезпечує його результативність, вважається також високий ступінь незалежності центрального банку від політичного впливу вищих органів державної влади чи вищих посадових осіб. Саме слідування Центрального банку Туреччини вказівкам Президента вважається основною причиною невдачі режиму інфляційного таргетування в цій країні [51].

На момент переходу України до режиму інфляційного таргетування як представники НБУ, так і МВФ, відмічали високий ступінь готовності за цим критерієм. Незалежність НБУ була оцінена на рівні коефіцієнта 0,85 (при ідеальному значенні 1) [49]. Однак, на нашу думку, зберігається ризик політичного тиску на органи управління НБУ з боку окремих державних органів та посадових осіб, які наділені повноваженнями щодо призначення членів Ради НБУ та Голови НБУ. Члени Ради НБУ в рівній кількості (по чотири члена) призначаються Президентом України та Верховною Радою України, а Голова НБУ призначається на посаду Верховною Радою України за поданням Президента України [60].

З метою забезпечення інституційної незалежності НБУ цей порядок необхідно змінити. На нашу думку, як приклад формування незалежного органу влади, доцільно розглянути визначення складу Вищої Ради Правосуддя. Так, повноваження щодо призначення її членів розподілені між з'їздом суддів України, Президентом України, Верховною Радою України, з'їздом адвокатів України, всеукраїнською конференцією прокурорів, з'їздом представників юридичних вищих навчальних закладів та наукових установ [54].

На основі вищевикладеного, пропонуємо наступний механізм формування складу Ради НБУ:

- 1) по два члени мають призначатися Президентом України та Верховною

Радою України;

2) два члени мають обиратися представниками банківських установ. Наприклад, на зборах представників банківських установ або представників банківських асоціацій та об'єднань;

3) два члени мають обиратися на з'їзді представників економічних вищих навчальних закладів, де створені профільні факультети, та наукових установ.

Варто також зауважити, що в 2019 р. на Україну чекають президентські та парламентські вибори. Враховуючи той факт, що політики особливо часто маніпулюють такими лозунгами як підвищення заробітних плат, зниження обмінного курсу, НБУ повинен бути готовий до можливого підвищення політичного тиску на нього та зростання інфляційних очікувань.

Щодо інших умов успішного впровадження інфляційного таргетування, то за оцінками самого ж НБУ, значна робота все ще необхідна в напрямку розвитку фінансових ринків та забезпечення стійкості фінансових установ [41].

Отже, як було встановлено, з переходом до режиму інфляційного таргетування тривалий час рівень інфляції не потрапляє навіть в допустимий діапазон відхилень щодо цільового орієнтира. Однак, недосягнення встановленого рівня інфляції не є підставою для відмови від подальшого впровадження інфляційного таргетування чи перегляду встановленої цілі в бік підвищення, про що свідчить світовий досвід. Так, дані щодо результатів запровадження інфляційного таргетування в окремих країнах підтверджують його позитивний вплив на рівень інфляції, а приклади Мексики та Туреччини засвідчили важливість незмінності цільового орієнтира з інфляції.

В Україні ж недосягнення встановленої цілі пов'язане з неврахуванням природи інфляційних процесів, і відповідно, нераціональним застосуванням монетарних інструментів. Інфляція, яка характерна в даний час для України, є інфляцією витрат та не може бути подолана шляхом управління масою грошей, зміна розміру облікової ставки не є достатнім інструментом, який забезпечить досягнення цільового орієнтира по інфляції. Процентна політика, як провідний

монетарний інструмент за режиму таргетування інфляції, повинна бути переорієнтована на стимулювання виробництва з метою насичення внутрішнього ринку товарами національного виробника та збільшення експорту через створення умов, за яких банки будуть більш зацікавлені в кредитуванні реального сектору економіки, а не використанні вільних коштів у спекулятивних операціях на фінансовому чи валютному ринку.

Також потрібно вживати заходів, спрямованих на зниження інфляційних очікувань шляхом підвищення довіри до НБУ та проведення послідовної монетарної політики, забезпечення розвитку фінансових ринків та стійкості фінансових установ, не допустити посилення політичного тиску на НБУ.

3.3. Оптимізація підходів до використання інструментів грошово-кредитної політики НБУ

Як було встановлено, ті інструменти та методи, які фактично використовуються для боротьби з інфляцією в Україні, не враховують її причини та особливості, а також стан справ в реальному секторі економіки. Через нераціональне використання окремих інструментів грошово-кредитної політики створюються умови, що спонукають банки спрямовувати тимчасово вільні кошти не в кредитування реального сектору, а на фінансовий ринок чи використовувати для спекулятивних операцій на валютному ринку.

Одним з таких факторів науковці вважають занадто високі ставки за депозитними сертифікатами НБУ. Їх встановлення на рівні, близькому до вартості кредитних ресурсів для бізнесу, що було встановлено в підрозділі 2.3, в умовах погіршення платіжної дисципліни підприємств реального сектору, призводить до того, що банки обирають більш надійні активи, для розміщення своїх коштів – депозитні сертифікати. До того ж, економісти відмічають, що переважання в структурі мобілізаційних операцій надстрокових, тобто операцій

з депозитними сертифікатами «овернайт» призвело не лише до відтоку коштів з реального сектору економіки, а і до скорочення обсягів міжбанківського кредитування, внаслідок чого НБУ штучно створив надприбутковий безризиковий інструмент за рахунок додаткової непродуктивної емісії гривні [75]. Хоча з рис. 3.3 вбачається, що обсяги міжбанківського кредитування за період 2016 - вересень 2018 р. мають загальну незначну тенденцію до зростання, однак також можемо побачити, наскільки обсяги вкладень коштів в депозитні сертифікати перевищують обсяги міжбанківського кредитування, що підтверджує обґрунтованість висунутої раніше позиції.

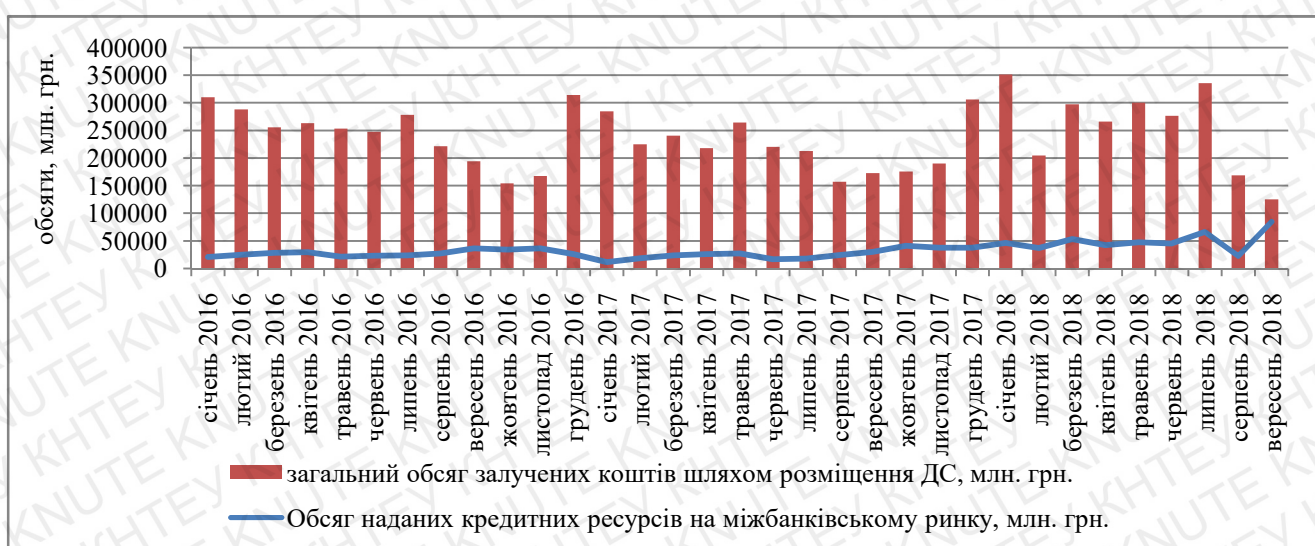


Рис. 3.3 Співставлення обсягів міжбанківського кредитування та коштів, вкладених в депозитні сертифікати НБУ, млн. грн.*

*Примітка: побудовано на основі джерел [5; 63; 64].

Як було встановлено в підрозділі 2.3, в структурі рефінансування переважають кредити «овернайт». Однак, вони є надстроковими, і тому не можуть використовуватись з метою заміни депозитних ресурсів, у випадку їх нестачі, і за умов відсутності контролю за напрямками їх використання, можуть стимулювати спекулятивний попит на валютному ринку [75]. Це ще раз підтверджує позицію, згідно з якою головною проблемою грошово-кредитної політики НБУ є не надмірна кількість грошей, а неправильне управління процесом грошової емісії. Полягає воно в тому, що емісія грошей, яка

використовується реальним сектором є недостатньою, про що свідчать розраховані коефіцієнти монетизації економіки, а непродуктивна емісія, що використовується для спекулятивних операцій на фінансовому та валютному ринках є надмірною [75].

Отже, підвищення ефективності грошово-кредитної політики НБУ потребує зміни підходів до формування процентної політики та її орієнтацію на стимулювання кредитування реального сектору. Для цього відсоткова ставка за депозитними сертифікатами НБУ має бути найнижчою, зокрема набагато нижчою від відсоткових ставок за кредитами комерційних банків як на міжбанківському ринку, так і кредитами в реальний сектор економіки, що має спонукати банки переважну більшість коштів спрямовувати на фінансування проектів реального сектору економіки. Процентну ставку за кредитами рефінансування «овернайт» навпаки потрібно максимально підвищити [69]. Оскільки надкороткострокові кредити не можуть використовуватись для вкладень в довгострокові активні операції, вони, як правило спрямовуються в спекулятивні операції на фінансовому та валютному ринках. Тому в умовах здорожчання вартості таких ресурсів, банки використовуватимуть цей інструмент рефінансування у крайніх випадках, коли обґрунтовано потребуватимуть термінової підтримки ліквідності.

Варто також зауважити, що в наукових колах тривалий час обговорювалась необхідність запровадження довгострокового рефінансування. В Україні з серпня 2018 р. з'явився такий інструмент - кредити рефінансування шляхом проведення тендерів із підтримання ліквідності банків строком від одного до п'яти років (довгострокові кредити рефінансування). Його запровадження надасть банкам змогу отримати додатковий довгостроковий ресурс, який на відміну від рефінансування «овернайт», може бути інвестований в проекти реального сектору економіки. Саме цей вид рефінансування потрібно зробити найдешевшим.

Також в межах стимулювання кредитування реального сектору можуть бути розглянуті пропозиції по запровадженню спеціальних програм

рефінансування за прикладом Великобританії - Funding for Lending (FLS), аналогічної до неї програми ЄЦБ - Longer-term refinancing operations (LTRO) чи Національного банку Угорщини - Funding for Growth Scheme (FGS).

Так, сутність британської FLS полягала в тому, що комерційні банки отримували можливість залучати рефінансування від центрального банку за пільговою ставкою при виконанні певних умов, найважливішою серед яких було зростання обсягу кредитування реального сектору за попередній звітний період. В такому разі в наступному звітному періоді банк отримував можливість залучити додаткову ліквідність під ставку, нижчою за ставку рефінансування [15, с. 137].

Більш корисним є досвід Угорщини у реалізації подібної програми, бо вона, як і Україна, зіткнулась з проблемою значної частки позик в іноземній валюті, залучених суб'єктами господарювання. В розпорядженні програми FGS були три інструменти для вирішення різних завдань (рис. 3.4) [69].

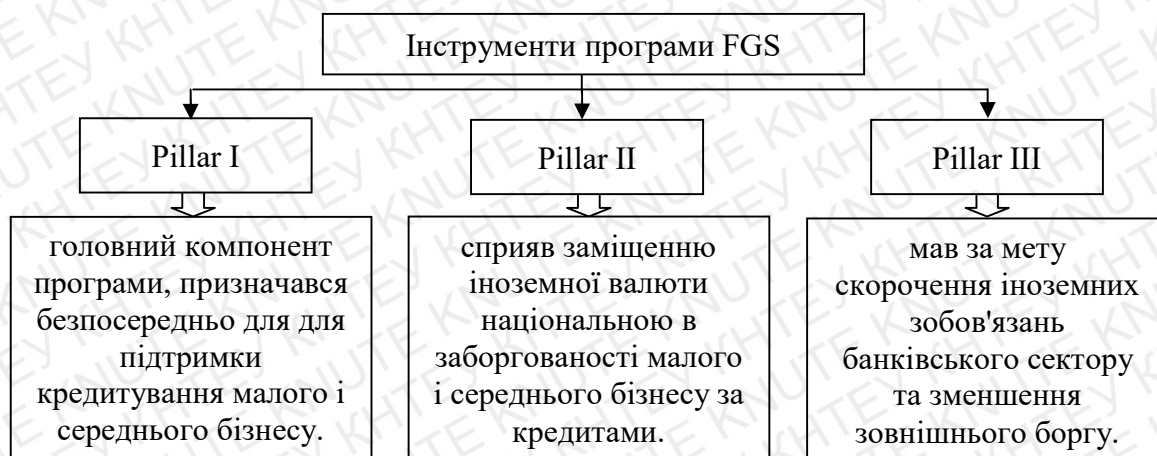


Рис. 3.4 Інструменти програми FGS*

*Примітка: побудовано автором за джерелом [69]

Кредити Національного банку Угорщини надавалися фінансовим посередникам за нульовою відсотковою ставкою і були призначені для рефінансування позик кінцевим позичальникам у секторі малого та середнього бізнесу за фіксованою ставкою не більше 2,5 % річних (з усіма комісійними винагородами і вартістю гарантій). Термін кредитів Національного банку Угорщини, наданих банкам, дорівнював терміну позик, наданих за рахунок цих

ресурсів малому і середньому бізнесу, і міг становити до 10 років [69]. При цьому, позики, надані кредитними організаціями за рахунок рефінансування, отриманого в програмі FGS, ставали забезпеченням відповідних зобов'язань кредитних організацій перед Національним банком Угорщини [70].

Такі спеціальні програми рефінансування можуть бути прикладом для впровадження Національним банком України інструментів рефінансування, спрямованих на здійснення продуктивної емісії. До того ж, спеціальні програми рефінансування комерційних банків можуть бути розроблені спільно з урядом для забезпечення кредитними ресурсами реального сектору економіки, зокрема виробників енергозберігаючих технологій, машинобудування, сільського господарства, що дасть змогу досягти бажаного рівня зростання ВВП, фінансування проектів розвитку альтернативних джерел енергії, адже залежність від імпорту енергоносіїв та цін на них значно посилює девальваційний тиск на національну грошову одиницю.

Говорячи про такий інструмент грошово-кредитної політики, як норми обов'язкового резервування, варто зауважити, що світова практика рухається в напрямку мінімізації їх використання, особливо для операційного управління грошово-кредитним ринком. [11, с.151]. Оцінюючи перспективи використання нормативів обов'язкового резервування, Ю.П. Галушко пропонує закріпити їх на рівні, близькому до нуля – 0,5-1% від обсягу розміщених у банках коштів, і використовувати цей інструмент лише як крайній метод монетарного регулювання у разі суттєвої дестабілізації банківського сектору та високих інфляційних ризиків, обумовлених монетарними чинниками чітко визначивши порядок значного (4-5%) ситуативного підвищення нормативів за певних умов [11, с. 158]. Разом з цим, відмічається, що оперування нормативами обов'язкового резервування може бути використане в боротьбі з доларизацією економіки через їх диференціацію залежно від валюти розміщених в банку коштів і встановлення для коштів в іноземній валюті підвищеного нормативу.

У розвинених країнах одним з провідних монетарних інструментів, який використовується для регулювання ліквідності, є операції центрального банку

на відкритому ринку. В Україні однією з перепон на шляху до активного використання цього інструменту є низький рівень розвитку фондового ринку, тому в міру його розвитку, в перспективі НБУ має значно підвищити свою активність на відкритому ринку, причому здійснювати операції як із викупу, так і з продажу цінних паперів банкам [11, с. 216].

Суперечливим є використання адміністративних обмежень на валютному ринку. З одного боку, це є чи не єдиним способом обмежити виведення капіталу за кордон, стримувати ажітаж на іноземну валюту в умовах загострення кризових процесів, а з іншого, їх застосування суперечить засадам ринкової економіки та принципам вільного руху капіталу. Так, протягом 2014 - 2017 рр. НБУ вдався до запровадження антикризових валютних обмежень. Більшість з них вже скасована чи пом'якшена, однак до кінця 2018 р. збережено вимогу щодо обов'язкового продажу надходжень в іноземній валюті на користь юридичних осіб у розмірі 50% [56].

Аналізуючи перспективи використання валютних обмежень, О.В. Дзюблюк та В.Я. Рудан наполягають: «їх скасування, в умовах низької інвестиційної привабливості економіки України призведе лише до одностороннього виведення капіталів за кордон» [23].

На нашу ж думку, збереження валютних обмежень тільки стимулюватиме практику тіньового виведення капіталу, блокуватиме приток нового капіталу, а отже і іноземної валюти, знизить інвестиційну привабливість України.

Скасування валютних обмежень підтримує і Л.М. Сегеда. Зокрема, вчена зауважує, що валютні обмеження в Україні на продаж валютної виручки експортерами, дію яких, як нами раніше було відмічено, продовжено, є приводом для розвитку тіньового валютного ринку. Вона вважає: «скасування валютних обмежень призведе до повернення валютної виручки експортерів, яка зберігається на рахунках в іноземних банках за кордоном у якості «втечі» від них» [69]. Ю.П. Галушко також вважає, що в перспективі регулятор має відмовитись від використання валютних обмежень, однак передумовою для цього має стати тотальна дедоларизація економіки України [11, с. 216].

За умов запровадження інфляційного таргетування та переходу до ринкового курсоутворення змінився підхід до використання валютних інтервенцій як інструменту грошово-кредитного регулювання. Зокрема, НБУ все ще зберігає присутність на валютному ринку, однак лише з метою згладжування надмірних коливань валютного курсу не змінюючи загального напрямку його руху. В подальшому, в міру розвитку фінансових ринків, лібералізації валютного курсу, а також, в цілому, економічного зростання, розвитку експортоорієнтованих та імпортозамінних виробництв та стабілізації валютного курсу, НБУ має мінімізувати свою присутність на валютному ринку, яка має включати переважно операції з купівлі іноземної валюти з метою поповнення золотовалютних резервів [73].

Враховуючи вищевикладене, а також інші проблеми, які знижують ефективність реалізації грошово-кредитної політики, напрямками її вдосконалення є оптимізація процентної політики та операцій рефінансування з метою забезпечення перерозподілу тимчасово вільних коштів між фінансовим ринком та реальним сектором економіки. З цією метою доцільно знизити процентні ставки за депозитними сертифікатами «овернайт», зробити ставку за кредитами «овернайт» найбільшою серед інструментів рефінансування, вживати заходів для популяризації нещодавно запроваджених довгострокових кредитів рефінансування, можливо шляхом незначного зниження їх вартості, а також розглянути можливість впровадження спеціальних програм рефінансування за прикладом європейських країн.

Щодо перспектив нормативів обов'язкового резервування як монетарного інструменту, то відмічається можливість їх використання в боротьбі з доларизацією через їх диференціацію залежно від валюти коштів. Разом з цим, їх розмір для коштів в національній валюті пропонується максимально знизити.

Також необхідно мінімізувати використання адміністративних валютних обмежень та в міру стабілізації валютного курсу, зменшувати присутність НБУ на валютному ринку.

ВИСНОВКИ ТА ПРОПОЗИЦІЇ

У випускній кваліфікаційній роботі досліджено інструменти грошово-кредитної політики та результати їх використання, оцінено їх ефективність та виявлено проблеми, які знижують ефективність грошово-кредитної політики. Відповідно до виявлених проблем було визначено напрямки вдосконалення грошово-кредитної політики та окремих її інструментів.

За результатами досліджень, проведених в роботі, можна зробити наступні висновки.

1. Грошово-кредитна політика - це напрям державного регулювання економіки, що являє собою систему взаємоузгоджених дій держави в особі Національного банку України, спрямованих на виконання основної функції НБУ – забезпечення стабільності грошової одиниці завдяки стримуванню інфляції шляхом використання засобів та методів у сфері грошового обігу та кредиту. Термін «монетарна політика» вважається ширшим ніж термін «грошово-кредитна політика», оскільки включає також валютне регулювання.

2. Основними типами грошово-кредитної політики є експансійна (стимулююча) та рестрикційна (обмежувальна). Головний критерій їх розмежування полягає в тому, що за стимулюючої грошово-кредитної політики монетарні інструменти використовуються таким чином, щоб забезпечити збільшення маси грошей в обігу і, як наслідок, – стимулювати економічне зростання, за обмежувальної - вони, навпаки, спрямовані на зменшення маси грошей. За результатами дослідження встановлено, що у 2016-2018 рр. для України була характерна саме політика рестрикції.

3. Необхідність проведення державою грошово-кредитної політики обумовлена наявністю певних цілей, на досягнення яких вона направлена. Такі цілі поділяються на три рівні: тактичні, стратегічні та оперативні. Головною стратегічною ціллю грошово-кредитної політики в Україні є забезпечення

цінової стабільності. Відповідно до цієї цілі в «Основних засадах грошово-кредитної політики на 2018 рік та середньострокову перспективу» було встановлено цільовий орієнтир по інфляції на кінець 2018 р. - 6% (± 2 п. п.).

4. Інструменти грошово-кредитної політики класифікуються за різними критеріями, такими як спрямованість регулятивного впливу, характер впливу на ліквідність комерційних банків, періодичність використання та ін. В практиці розвинених країн, зокрема, США та ЄС, основними монетарними інструментами виступають операції на відкритому ринку, облікова ставка, механізми рефінансування та резервні вимоги. До того ж, в результаті пошуку ефективних антикризових засобів, сформувались так-звані «нетрадиційні» інструменти грошово-кредитної політики.

Інструменти грошово-кредитної політики, які використовує НБУ, закріплені в Законі України «Про Національний банк України». Вони включають 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. В своїй практиці НБУ використовує всі ці інструменти. Деякі з них, такі як процентна політика, механізм рефінансування, відповідно до світових тенденцій, є основними, деякі – виконують допоміжну функцію, використовуються в окремих ситуаціях (наприклад, запровадження на строк до шести місяців вимоги щодо обов'язкового продажу частини надходжень в іноземній валюті та зміна строків розрахунків за операціями з експорту та імпорту товарів).

5. Особливістю інструментів грошово-кредитної політики в посткризовий період є їх спрямування на вилучення надлишкової ліквідності, яка виникла

завдяки експансійній антикризовій грошово-кредитній політиці центральних банків. Головними питаннями, які постали перед монетарними органами, були правильний вибір інструментів, які забезпечать вилучення такої ліквідності та правильний вибір моменту згортання антикризових програм. В ЄС та США поступово припиняється використання нетрадиційних інструментів грошово-кредитного регулювання, які застосовувались під час кризи. В Україні в посткризовий період операції з надання ліквідності банків та операції з її вилучення змінювали одні одних відповідно до економічних умов. Помірно жорстка політика НБУ сприяла зниженню рівня інфляції за результатами 2011 р. Основними інструментами в той період виступали механізм рефінансування, розміщення депозитних сертифікатів, регулювання норми обов'язкового резервування.

6. На формування грошово-кредитної політики впливають такі фактори, як макроекономічні умови її проведення, зовнішньоекономічні фактори, соціально-економічна політика країни, структурні зміни в економіці, стан і лібералізація фінансового ринку, його глобалізація. При формуванні грошово-кредитної політики України необхідно також враховувати такі негативні чинники, як значний рівень доларизації економіки та частки готівки в структурі грошової маси, особливу увагу необхідно звернути на стрімку демонетизацію економіки.

7. Аналіз виконання цільових показників, встановлених НБУ у 2005-2016 рр. показав, що практично жоден із встановлених орієнтирів не був виконаний, крім грошової маси у 2005 р., грошової бази у 2006 р., обмінного курсу долара США у 2012 р. та рівня інфляції у 2013 р. Починаючи з 2017 р. грошово-кредитна політика здійснюється з дотриманням режиму інфляційного таргетування. Відповідно до цього, «Основними засадами грошово-кредитної політики на 2017 рік та середньострокову перспективу» встановлено середньострокову ціль щодо інфляції на рівні $5\% \pm 1$ п. п., та короткострокові цілі. Для грудня 2018 р. короткострокова ціль становить $6\% \pm 2$ п. п. Встановлені цільові орієнтири не були дотримані ні за результатами 2017 року,

ні станом на жовтень 2018 р.

8. Протягом 2014-2018 рр. НБУ використовував практично всі, закріплені законом інструменти грошово-кредитної політики, за винятком регулювання норм обов'язкових резервів для банків, так як вони вже тривалий час залишаються незмінними. Починаючи з кінця 2017 р. і протягом 2018 р. НБУ декілька разів підвищував облікову ставку з метою приведення рівня інфляції до визначеного цільового орієнтиру. За результатами кореляційно-регресійного аналізу виявлено, що найбільший вплив на рівень інфляції мають такі інструменти як валютні інтервенції з ефективністю використання 0,5% та операції рефінансування з ефективністю 0,04%. Ефективність процентної політики становить лише 0,03%.

9. З початку впровадження в Україні режиму інфляційного таргетування тривалий час рівень інфляції не потрапляв навіть в допустимий діапазон відхилень щодо цільового орієнтира. Така неефективність грошово-кредитної політики зумовлена неправильним використанням окремих інструментів через не врахування особливостей та природи інфляційних процесів. Інфляція, яка характерна для України на сучасному етапі, є не інфляцією попиту, а інфляцією витрат, через що вона не може бути подолана шляхом стиснення грошової маси. Відповідно ні підвищення облікової ставки, ні проведення мобілізаційних операцій не є раціональними, оскільки реальний сектор і так існує в умовах високої демонетизації економіки. Через проведення нераціональної процентної політики та політики рефінансування, НБУ створив таку ситуацію, за якої банками не вигідно кредитувати економічних суб'єктів. Надлишкові кошти вони вкладають в прибуткові, й водночас, менш ризикові порівняно з кредитними операціями, депозитні сертифікати. До інших проблем, які перешкоджають ефективній реалізації грошово-кредитної політики НБУ належать доларизація економіки, висока частка готівки в грошовій масі, низький рівень довіри до політики центрального банку тощо.

Для подолання окреслених проблем, НБУ варто використовувати інструменти грошово-кредитної політики таких напрямках:

- 1) стимулювати перерозподіл тимчасово вільних коштів між фінансовим ринком та реальним сектором економіки шляхом оптимізації процентної політики та операцій рефінансування;
- 2) з метою сприяння дедоларизації економіки встановити диференційований нормативи обов'язкового резервування залежно від валюти коштів, з наближенням таких нормативів для національної валюти до 0% та одночасним підвищенням для коштів в іноземній валюті;
- 3) вживати заходів, спрямованих на зниження частки готівки в структурі грошової маси, підвищення довіри до НБУ як провідника грошово-кредитної політики та забезпечення продуктивної співпраці його з іншими органами державної влади;
- 4) в міру стабілізації ситуації на валютному ринку мінімізувати обсяги валютних інтервенцій, завершити скасування діючих адміністративних валютних обмежень та утримуватись від їх запровадження в майбутньому;
- 5) розглянути можливість запровадження спеціальних програм рефінансування, спрямованих на стимулювання кредитування реального сектору, за прикладом Великобританії чи Угорщини .

Разом з цим, враховуючи природу інфляції, наявного в руках НБУ інструментарію недостатньо для ефективної боротьби з нею. Така боротьба потребує комплексних заходів для подолання системної економічної кризи, розвитку експортоорієнтованих виробництв, досягнення стабільного позитивного сальдо торгового та платіжного балансу, що є запорукою укріплення гривні відносно іноземних валют. В цих умовах необхідно забезпечити ефективну співпрацю НБУ з іншими органів влади, перш за все, урядом.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Авраменко О.О. Грошово-кредитна політика України в системі забезпечення економічної безпеки держави: дис. ... канд. екон. наук : 21.04.01 / Олександр Олександрович Авраменко. - Київ, 2016. - 282 с.
2. Андрюшин С. Денежно-кредитная политика центральных банков в условиях глобального финансового кризиса / С. Андрюшин, В. Кузнецова // Вопросы экономики. - 2010. - № 6. - С.69-87.
3. Андрюшин С. Приоритеты денежно-кредитной политики Центральных банков в новых условиях / С. Андрюшин, В. Кузнецова // Вопросы экономики. – 2011. - №6. – С.57-70.
4. Арсенюк О. Інструменти грошово-кредитного регулювання [Електронний ресурс] – Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=59564522>.
5. Архів основних показників стану міжбанківського кредитного ринку (до 31.07.2018) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://bank.gov.ua/files/CREDITLAST.xls>.
6. Буковинський С. А. До питання розробки Стратегії монетарної політики Національного банку України / С.А. Буковинський, Т.Є. Унковська, М.О. Джус // Економіка України. - 2015. - № 8. - С. 4-30.
7. Бюлетень Національного банку України (електронне видання). Статистичні матеріали. Грудень 2015 року. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.bank.gov.ua/files/stat.pdf>.
8. Вартість кредитів за даними статистичної звітності банків України (без урахування овердрафту). [Електронний ресурс]. – Режим доступу: https://bank.gov.ua/files/Procentlastb_KR.xls.
9. Ващенко Ю.В. Банківське право: навч. посібник. - Київ: Центр навчальної літератури, 2006 - 344 с.
10. Власова Е. В., Власова И. А., Семененко А. Э. Влияние трансмиссионного механизма на посткризисное развитие экономики

[Електронний ресурс] / Е.В. Власова, И. А. Власова, А. Э. Семенов // Научно-методический электронный журнал «Концепт». - 2015. - Т. 8. - С. 21–25. – Режим доступа: <http://e-koncept.ru/2015/65005.htm>.

11. Галушко Ю.П. Инструменти грошово-кредитного регулювання в системі факторів економічного зростання: дис. ... канд. екон. наук: 08.00.08 / Юлія Петрівна Галушко. - Київ, 2016. - 223 с.

12. Ганусик Ю. Б. Доларизація економіки України та її вплив на інфляційні процеси / Ю.Б. Ганусик // Вісник Академії митної служби України. Сер.: Економіка. - 2014. - № 1. - С. 29-39.

13. Гиблова В.М. Влияние денежно-кредитной политики на экономический рост в условиях нестабильности / В.М. Гиблова // Банковское дело. - 2015. - №2.- С. 14-20

14. Головнін М. Вплив фінансової глобалізації на грошово-кредитну політику: теоретичні аспекти і реакція на фінансові кризи / М. Головнін // Економіка України. – 2009. – № 2. – С. 67-78.

15. Грачев Г.В. Инструменты денежно-кредитной политики банка России в условиях экономической нестабильности: дис. ... канд. экон. наук: 08.00.10 / Григорий Владимирович Грачев. - Санкт-Петербург, 2016. - 175 с.

16. Грошово-кредитна та фінансова статистика [Електронний ресурс]. – Режим доступу: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=58127.

17. Гудзовата О.О. Світовий досвід застосування монетарно го інструментарію для впровадження ефективної державної політики функціонування грошово -кредитної сфери / О.О. Гудзовата //Гроші, фінанси і кредит. - 2016. - Вип. 2. - С. 269-270.

18. Гудіма Т.С. Проблеми визначення стратегічних цілей грошово-кредитної політики / Т.С. Гудіма // Економіка та право.2018. №1 (49). С.76-83.

19. Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика / Долан Э.Дж., Кэмпбелл К.Д., Кэмпбелл Р.Дж. / Пер. с англ. В. Лукашевича и др.; под общ. ред. В. Лукашевича.—М., 1996. - 448.

20. Деньги. Кредит. Банки: учебник / Г. Е. Алпатов, Ю.В. Базулин и др.;

под ред. В. В. Иванова, Б. И. Соколова. - Москва: ТК Велби, Изд-во Проспект, 2003. - 624 с.

21. Депозити, залучені депозитними корпораціями (крім Національного банку України) [Електронний ресурс] – Режим доступу: <https://bank.gov.ua/files/3.2-Deposits.xls>.

22. Державна служба статистики України [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua/>

23. Дзюблюк В.О. Окремі критичні аспекти оцінювання Основних засад грошово-кредитної політики Національного банку України / В.О. Дзюблюк, В.Я. Рудан.// Економічний аналіз: зб. наук. праць/Тернопільський національний економічний університет; редкол.: О. В. Ярощук (голов. ред.) та ін. Тернопіль: Видавничо-поліграфічний центр Тернопільського національного економічного університету «Економічна думка», 2017. - Том 27. - № 3. - С. 120-133.

24. Звіт Правління Національного банку України щодо проведення грошово-кредитної політики (станом на 15 травня 2018 року): рішення Правління НБУ від 15.05.2018 № 273-рш. [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/en/vr273500-18>.

25. Звіт Правління НБУ щодо проведення грошово-кредитної політики (станом на 28 серпня 2018 р.). [Електронний ресурс] – Режим доступу: <https://bank.gov.ua/document/download?docId=76596960>

26. Квасницька Р. С. Режим інфляційного таргетування в Україні / Р.С. Квасницька // Наукові записки Національного університету «Острозька академія». Серія «Економіка»: науковий журнал. Острог : Вид-во НУ«ОА», березень 2017.- № 4(32). - С. 140–144.

27. Консолідована фінансова звітність ПАТ «Державний ощадний банк України» та звіт незалежного аудитора за рік, що закінчився 31 грудня 2017 року [Електронний ресурс] – Режим доступу: https://www.oschadbank.ua/upload/iblock/210/SSBU_17fsu_consolidated_UKR_26.04_protected.pdf.

28. Консолідовані версії Договору про Європейський Союз та Договору

про функціонування Європейського Союзу з протоколами та деклараціями [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/994_b06.

29. Конституція України: Закон України від 28.06.1996 № 254к/96-ВР [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/254к/96-вр>.

30. Коцабюк Р.Г. Шляхи реалізації грошово-кредитної політики національним банком України / Р.Г. Коцабюк // Вісник Чернівецького торговельно-економічного інституту. Економічні науки. - 2012. - Вип. 4. - С. 311-315.

31. Кредити, надані депозитними корпораціями (крім Національного банку України). [Електронний ресурс] – Режим доступу: <https://bank.gov.ua/files/3.3-Loans.xls>.

32. Кричевская Т.А. Денежно-кредитная политика ведущих экономик и вызовы посткризисного восстановления / Т.А. Кричевская // Бюлетень Міжнародного Нобелівського економічного форуму. - 2012. - № 1 (5). - Том 1. - С. 224.232.

33. Кузнецова С.В. Критерии оценки эффективности денежно-кредитной политики центрального банка / С.В. Кузнецова. Известия высших учебных заведений. Серия «Экономика, финансы и управление производством». - 2011. - № 2. - С. 37.

34. Кухта П.В. Перспективи структурної перебудови економіки України / П.В. Кухта // Вісник Київського НУ ім. Тараса Шевченка. – Сер.: Економіка. – 2013. – Вип. 145. – С. 46-49.

35. Лазур С.П., Лапчук Я.С., Шевчик І.Р. Методи та інструменти грошово-кредитного регулювання трансформаційної економіки України / С.П. Лазур, Я.С. Лапчук, І.Р. Шевчик // Науковий вісник НЛТУ України. - 2010. - Вип. 20.2. - С. 194-201.

36. Макроекономічний та монетарний огляд (за 2015-2018 рр.) Національний банк України [Електронний ресурс] – Режим доступу:

https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=58037.

37. Малхасян А.М. Факторы формирования эффективной денежно-кредитной политики России [Электронный ресурс] / А.М. Малхасян // Вопросы современной экономики. Электронный журнал. - 2013. - Выпуск №2.– Режим доступа: <http://economic-journal.net/2013/07/2125/31>.

38. Мищенко С.В. Новые тенденции в монетарной политике и регулировании финансовых систем / С.В. Мищенко // Финансы и кредит. - 2010. - №40. - С.23-29.

39. Монетарна політика Національного банку України: сучасний стан та перспективи змін: монографія/ за ред. В.С. Стельмаха. - Київ: Центр наукових досліджень Національного банку України, УБС НБУ, 2009. - 404 с.

40. Науменкова С.В., Мищенко В.И. Влияние денежно-кредитной политики центрального банка на стимулирование экономического роста /С.В. Науменкова, В.И. Мищенко // Проблемы современной экономики. - 2015. - №2 (54). - С.168-175.

41. Ніколайчук С. Монетарна політика НБУ: поточний стан і перспективи [Електронний ресурс] / Семінар для викладачів ВНЗ України «Практичні аспекти формулювання та реалізації монетарної політики НБУ». Київ: Навчальний центр НБУ. 09 листопада 2017 року. – Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=59564517>.

42. Облікова ставка Національного банку України [Електронний ресурс] – Режим доступу: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=53647.

43. ОВДП, які знаходяться в обігу, за сумою основного боргу, щодня [Електронний ресурс] – Режим доступу: https://bank.gov.ua/files/T-bills_debt.xls

44. Огляди фінансових корпорацій [Електронний ресурс] – Режим доступу: https://bank.gov.ua/files/3.1-Monetary_Statistics.xls.

45. Основні засади грошово-кредитної політики на 2015 р.: рішення Ради НБУ від 11.09.2014 №28 [Електронний ресурс] – Режим доступу: <https://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=10465306>.

46. Основні засади грошово-кредитної політики на 2017 рік та

середньострокову перспективу: Рішення Ради НБУ від 21.12.2016 № 1. [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/vr001500-16>.

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

48. Основні засади грошово-кредитної політики на 2019 рік та середньострокову перспективу: Рішення Ради НБУ від 11.09.2018 № 41-рд. Національний банк України. [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/vr041500-18#n14>

49. Памела Мадрид. Перехід до інфляційного таргетування (ІТ) та підвищення ефективності [Електронний ресурс] / Памела Мадрид, Іван Луїс де Олівейра Ліма. – Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=47783018>.

50. Перспективы развития мировой экономики: слишком долгий период слишком медленного роста // Международный Валютный Фонд, 2016. [Електронний ресурс] – Режим доступу <http://www.imf.org/~media/websites/imf/imported-flagship-issues/external/russian/pubs/ft/weo/2016/01/pdf/texttr.ashx>.

51. Петрик О. Чому інфляційне таргетування не спрацювало в Туреччині та Аргентині? // Дзеркало тижня. [Електронний ресурс] – Режим доступу: <https://www.pressreader.com/ukraine/dzerkalo-tizhnya/20181020/281590946541086>.

52. Подколзина И. А. Антикризисная политика монетарных властей зоны евро / И.А. Подколзина // Деньги и кредит. - 2010. - № 10. - С.51 – 60.

53. Показники валютного ринку України, 10'2018 [Електронний ресурс] – Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=27281784>.

54. Про Вищу Раду Правосуддя: Закон України від 21.12 2016 р. № 1798-VIII (зі змінами та доповненнями) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1798-19>.

55. Про врегулювання ситуації на грошово-кредитному та валютному ринках України: Постанова Правління НБУ від 13.12.2016 № 410 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/v0410500-16>.

56. Про запровадження обов'язкового продажу надходжень в іноземній валюті та встановлення розміру обов'язкового продажу таких надходжень: Постанова Правління НБУ від 12 червня 2018 року №65 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://bank.gov.ua/document/download?docId=71584909>.

57. Про затвердження Положення про екстрену підтримку Національним банком України ліквідності банків: Постанова Правління НБУ від 14.12.2016 № 411. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/v0411500-16>.

58. Про затвердження Положення про застосування Національним банком України стандартних інструментів регулювання ліквідності банківської системи: Постанова Правління НБУ від 17.09.2015 № 615. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/v0615500-15/page>.

59. Про затвердження Положення про основи процентної політики Національного банку України: Постанова Правління НБУ від 21.04.2016 № 277 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/v0277500-16>.

60. Про Національний банк України: Закон України від 20.05.1999 № 679-IV (зі змінами та доповненнями) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/679-14>.

61. Проміжна скорочена консолідована фінансова звітність ПАТ «Державний ощадний банк України» за три місяці, що закінчилися 31 березня 2017 року [Електронний ресурс]. – Режим доступу: https://www.oschadbank.ua/upload/iblock/4b5/SSBU_separatewconsolid_1Q_17fsu_final.zip.

62. Пропозиції стосовно розроблення Основних засад грошово-кредитної політики на 2016 - 2020 роки: постанова Правління НБУ від 18.08.2015 № 541. [Електронний ресурс]. – Режим доступу:

<http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/v0541500-15>.

63. Проценті ставки за міжбанківськими кредитами в національній валюті. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://bank.gov.ua/files/PROCENTmbn.xls>.

64. Результати проведення операцій Національного банку України з регулювання ліквідності банків [Електронний ресурс]. – Режим доступу: https://bank.gov.ua/files/PInterestRates_Facts.xls.

65. Рябініна Л. М. Грошово-кредитне регулювання економіки, його методи, інструменти та механізми / Л.М. Рябініна // Потенціал економічного розвитку в контексті європейської інтеграції. Збірник наукових праць з актуальних проблем економічних наук / Наукова організація «Перспектива». Дніпропетровськ : Гельветика, 2013. - С. 130-140.

66. Саадулаева Т. А. Совершенствование денежно-кредитной политики России в современных условиях: дис. ...канд. экон. наук: 08.00.10 / Татьяна Анатольевна Саадулаева. - Москва, 2014. - 178 с.

67. Сакало Е. Ю. Модернизация механизма денежно-кредитного регулирования в Российской Федерации: дис. канд. экон. наук: 08.00.10 / Евгений Юрьевич Сакало. - Москва, 2016. - 147 с.

68. Світлична В.Ю. Грошово-кредитна політика: визначення змісту та тенденцій зміни / В.Ю. Світлична // Економіка і фінанси. - 2018. - №3. - С. 49-58.

69. Сегеда М.Л. Напрями підвищення ефективності грошово-кредитної політики Національного банку України / М.Л. Сегеда // Український журнал прикладної економіки. - 2016. - Том 1. - № 4. – С. 109-119.

70. Селіверстов В.В. Аналіз впливу окремих інструментів монетарної політики на темпи інфляції в Україні / В.В. Селіверстов // Фінанси України. – 2012. – №4. – С.41 – 49.

71. Сомик А.В. Доларизація економіки України. Ефективна економіка. 2014. № 8. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.economy.nauka.com.ua/?op=1&z=3271>.

72. Статистичні випуски НБУ за 2013-2015 рр. [Електронний ресурс]. –

Режим доступу: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=84961.

73. Стратегія валютних інтервенцій Національного банку України на 2016 - 2020 роки. Рішення Правління НБУ від 06.09.2016 № 261-рш. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/vr261500-16>.

74. Стратегія монетарної політики на 2016-2020 роки: пропозиції Правління НБУ до Основних засад грошово-кредитної політики від 27.08.2015 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=20985218>.

75. Стратегія розвитку банківської системи 2016-2020: «Синергія розвитку банків та індустріалізації економіки». Відкритий громадський проект для широкого експертного обговорення. Київ, 2016 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://optimacenter.org/userfiles/Проект%20Стратегії%20розвитку%20банківської%20системи%202016-2020.pdf>.

76. Тарасова Г.М. Сравнительная характеристика денежно-кредитной политики центральных банков Монголии и России / Г.М. Тарасова, Т. Энхтуяа // Финансовая аналитика: Проблемы и решения. - 2013. - № 27. - С. 6–12.

77. Третьякова С.Н. Модернизация денежно-кредитного регулирования в условиях трансформации механизма эмиссии денег: дис. ...д-ра экон. наук: 08.00.10 / Светлана Николаевна Третьякова. - Краснодар, 2016. - 354 с.

78. Угода про асоціацію між Україною, з однієї сторони, та Європейським Союзом, Європейським співтовариством з атомної енергії і їхніми державами-членами, з іншої сторони від 21 березня 2014 р. [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/984_011.

79. Узагальнена інформація стосовно виконаних угод з купівлі/продажу ОВДП на вторинному ринку, щодня [Електронний ресурс]. – Режим доступу: https://bank.gov.ua/files/vtor_rin.xlsx.

80. Усоскин В.М. Антикризисная политика центральных банков в 2007–2014 годах: цели, особенности, результаты / В.М. Усоскин // Деньги и кредит. - 2015. - №6. - С. 20-27.

81. Центральний банк і грошово-кредитна політика. навч. посіб. / Т.Д. Косова, О.О. Папаїка. - Київ: Центр учбової літератури, 2011. - 328 с.

82. Центральний банк та грошово-кредитна політика: підручник / А. М. Мороз, М. Ф. Пуховкіна, М. І. Савлук та ін.; за заг. ред. А. М. Мороза, М. Ф. Пуховкіної. — 2-ге вид., перероб. і доп. — К. : КНЕУ, 2015. — 326 с.

83. Шишкіна, О. В. Діагностування стану і структури грошової маси у контексті монетизації економіки України. / О.В. Шишкіна, Ю.В. Краснянська // Фінансові дослідження. - 2016. - №1 (1). - С. 32-42.

84. Carl E. Walsh. Monetary Theory and Policy. Third Edition. The MIT Press Cambridge Massachusetts, 2010 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.khuisf.ac.ir/prof/images/Uploaded_files/Carl%20E.%20Walsh%20Monetary%20Theory%20and%20Policy,%20Third%20Edition%20%202010\[4311539\].PDF](http://www.khuisf.ac.ir/prof/images/Uploaded_files/Carl%20E.%20Walsh%20Monetary%20Theory%20and%20Policy,%20Third%20Edition%20%202010[4311539].PDF)

85. Directive 2014/49/EU of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on deposit guarantee schemes [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32014L0049>.

86. Policy Tools. Board of Governors of the Federal Reserve System [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/policytools.htm>.

87. Robert J. Barro. Reputation in a model of monetary policy with incomplete information [Електронний ресурс]. // National bureau of economic research. Working Paper, 1986. No. 1794. – Режим доступу: <https://www.nber.org/papers/w1794.pdf>.

88. Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy, adopted effective January 24, 2012 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC_LongerRunGoals.pdf.

89. Statement on Monetary Policy. Bank of Japan, June 15, 2018 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: https://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2018/k180615a.pdf.

90. The Bank of Japan Act (Act No. 67 of 1942) [Електронний ресурс]. -

Режим доступа:
<http://www.japaneselawtranslation.go.jp/law/detail/?id=92&vm=02&re=01>.

91. The Eurosystem's instruments. European Central Bank [Электронный ресурс]. - Режим доступа:
<https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/html/index.en.html>.

92. The Federal Reserve Act of 1913 [Электронный ресурс]. - Режим доступа: <https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/section2a.htm>.

93. The National Bank Act (NBA) of 3 October 2003 [Электронный ресурс]. - Режим доступа: <https://www.admin.ch/opc/en/classified-compilation/20021117/index.html>.

94. The Swiss National Bank's monetary policy strategy [Электронный ресурс]. - Режим доступа:
https://www.snb.ch/en/iabout/monpol/id/monpol_strat#t8.

95. Volcker's Announcement of Anti-Inflation Measures [Электронный ресурс]. - Режим доступа:
https://www.federalreservehistory.org/essays/anti_inflation_measures.

96. What are some examples of expansionary monetary policy? [Электронный ресурс]. - Режим доступа:
<https://www.investopedia.com/ask/answers/040115/what-are-some-examples-expansionary-monetary-policy.asp>.

ДОДАТКИ

Додаток А

Підходи до визначення поняття «грошово-кредитна політика»*

Автор	Визначення
Базилевич К.С.	сукупність форм і засобів державного впливу на пропозицію грошей з метою забезпечення рівноваги між пропозицією грошей і попитом на них.
Бондаренко Л.А.	сукупність заходів у сфері грошового обігу і кредитних відносин, які проводить держава.
Будаговська С.М.	політика, яка впливає на обсяг і структуру виробництва, загальний рівень цін, інвестицій та зайнятості, на стан зовнішньоекономічної рівноваги, змінюючи пропозицію грошей в економіці.
Бурда М.	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.
Ветрова І.П.	система заходів із регулювання грошової пропозиції за її кількістю, структурою, рівнем процентних ставок, ціною і обсягом кредитів, спрямованих на економічне зростання країни, стримування інфляції, забезпечення стабільності грошової одиниці України, забезпечення зайнятості населення, регулювання платіжного балансу з метою задоволення суспільного попиту на гроші.
Галушко Ю.П.	упорядковане в часі та цілеспрямоване використання грошово-кредитних інструментів, спрямоване на досягнення цілей економічного зростання.
Кулинська А.В.	комплекс взаємопов'язаних та скоординованих заходів держави регулятивного характеру, котрі здійснюються безпосередньо НБУ або за його участю, і реалізуються через складові механізми фіскально-бюджетної політики за рахунок операційних важелів, дотримуючись при цьому середньострокових орієнтирів, забезпечуючи прозорість політики країни, поєднуючи незалежність у виконанні головної конституційної функції з узгодженістю дій інших органів державної влади.
Мисак С.О.	сукупність заходів законодавчої та виконавчої влади, спрямованих на досягнення стабілізації національної грошової одиниці, підвищення ліквідності та кредитоспроможності банківських інститутів через регулювання грошового ринку.
Сомик А.В.	курс держави у сфері забезпечення її економічної безпеки методами грошово-кредитного регулювання, що визначається у сукупності заходів грошово-кредитного характеру.
Стельмах В.С.	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, що їх проводить держава через свій центральний банк.

*Примітка: джерело [68].

Розрахунок реальної процентної ставки та визначення виду грошово-кредитної політики в Україні у 2006–2017 рр. *

Рік	Рівень інфляції, %	Середньозважена ставка рефінансування для забезпечених кредитів “овернайт”, %	Реальна процентна ставка, %	Вид грошово-кредитної політики
2006	11,6	12,1	0,5	обмежувальна
2007	16,6	11,1	-5,5	стимулююча
2008	22,3	16,0	-6,3	
2009	12,3	18,1	+5,8	обмежувальна
2010	9,1	11,3	+2,2	
2011	4,6	9,4	+4,8	
2012	-0,2	8,8	+9,0	
2013	0,5	7,6	+7,1	
2014	24,9	15,5	-9,4	стимулююча
2015	43,3	25,2	-18,1	
2016	12,4	18,6	+6,2	обмежувальна
2017	13,7	16,0	+2,3	
станом на 31.10.2018	9,5	20,0	+10,5	

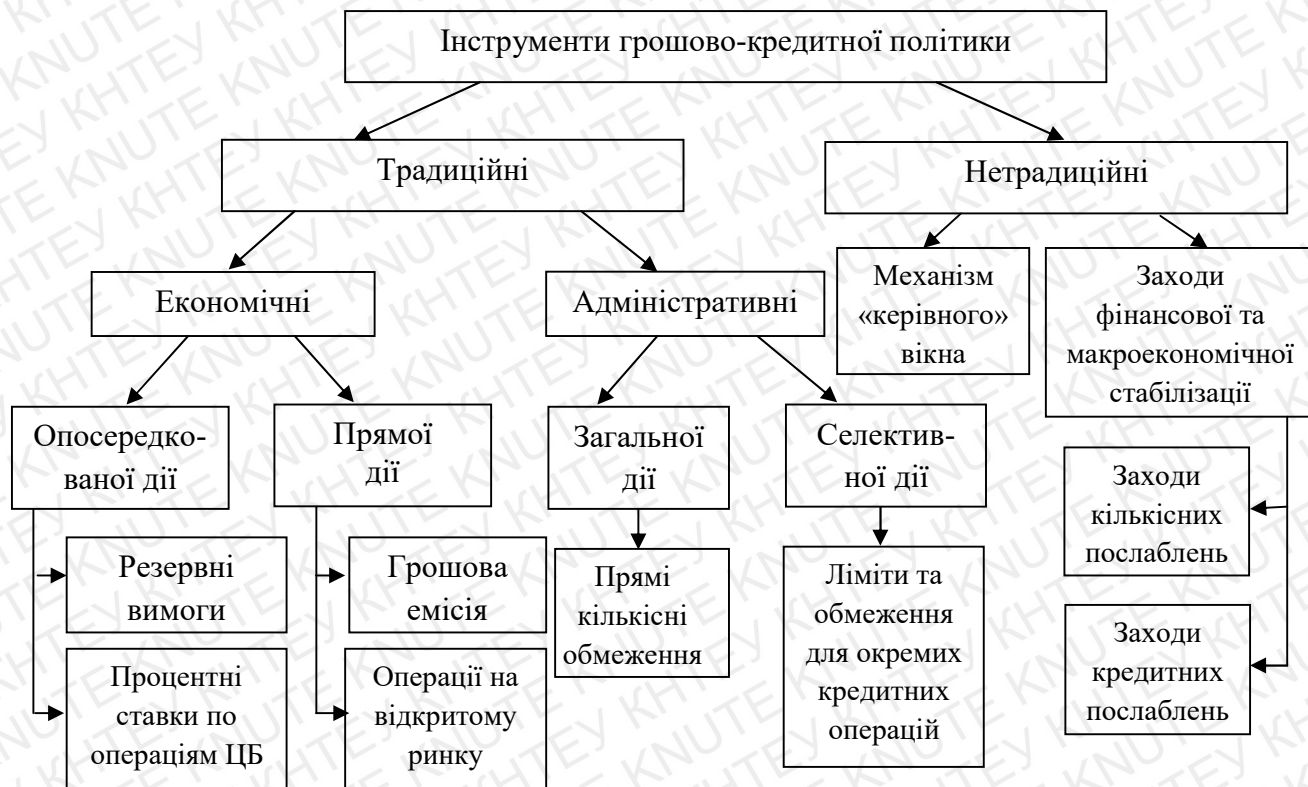
*Примітка: джерело [40], доповнено автором на основі джерел [16; 22].

Класифікація інструментів грошово-кредитної політики*

Класифікаційна ознака	Вид інструменту
1. Залежно від характеру впливу на грошовий ринок	<p>- інструменти прямої дії (адміністративні) – регулятивні заходи центрального банку, що мають форму обмежень, лімітів та директив, які спрямовані на обмеження сфери діяльності комерційних банків (наприклад, фіксація центральним банком абсолютного рівня ставок за депозитами і кредитами комерційних банків або верхнього чи нижнього рівня відхилення процентних ставок комерційних банків від облікової ставки центрального банку тощо).</p> <p>- інструменти опосередкованої дії (ринкові, економічні) — це регулятивні заходи впливу центрального банку на грошовий ринок через формування на ринку відповідних умов, які визначають подальшу поведінку суб'єктів ринку. Відповідні операції центральних банків здійснюються за ринковими цінами і на добровільних засадах.</p>
2. Залежно від спрямованості регулятивного впливу	<p>- інструменти загальної спрямованості, дія яких поширюється на всі банки та на грошовий ринок в цілому.</p> <p>- селективні інструменти, дія яких поширюється на окремі банки або банківські групи, на певні види банківської діяльності, на регулювання окремих видів кредиту тощо.</p>
3. Залежно від характеру впливу на ліквідність комерційних банків	<p>- інструменти, спрямовані на підтримання ліквідності комерційних банків;</p> <p>- інструменти спрямовані на вилучення (стерилізацію) надлишкової ліквідності.</p>
4. Залежно від періодичності використання виділяють	<p>- інструменти постійної дії;</p> <p>- інструменти разового використання.</p>
5. За тривалістю впливу	<p>- інструменти надкороткострокової дії (кредити овернайт, депозитні сертифікати тривалістю до 14 днів);</p> <p>- інструменти коротко– та середньострокової дії (операції РЕПО, операції на відкритому ринку, валютні інтервенції, обмеження ЦБ окремих видів діяльності банків);</p> <p>- інструменти довгострокової дії (облікова ставка, нормативи обов'язкового резервування, довгострокове рефінансування (терміном понад рік)</p>
6. За сферою впливу на грошовий ринок	<p>- інструменти, що впливають на обсяги наявних грошових ресурсів (банківська ліквідність): операції на відкритому ринку, операції своп, розміщення/погашення депозитних сертифікатів з середньостроковим терміном дії (до 1 року), рефінансування, нормативи обов'язкового резервування;</p> <p>- інструменти, що впливають на ціну (вартість) наявних грошових ресурсів: облікова ставка, ставки за основними інструментами рефінансування (кредити/депозити овернайт), валютні інтервенції.</p>

*Примітка: систематизовано автором на основі джерел [11; 81; 82]

Класифікація інструментів грошово-кредитної політики центрального банку за Є.Ю. Сакало [67]



Порядок визначення розміру процентних ставок*

Процентна ставка		Порядок визначення	
Облікова ставка		<ul style="list-style-type: none"> – ключова процентна ставка; – встановлюється на основі комплексного аналізу та прогнозу макроекономічного, монетарного та фінансового розвитку, підготовленого Національним банком; – рішення щодо розміру облікової ставки затверджується Правлінням НБУ на засіданні з питань монетарної політики на підставі пропозицій Департаменту монетарної політики та економічного аналізу після обговорення на засіданні Комітету з монетарної політики. 	
Процентні ставки за інструментами постійного доступу Національного банку	за кредитами овернайт	облікова ст. +2 п.п	<ul style="list-style-type: none"> – за цими інструментами НБУ установлює коридор процентних ставок; – межі коридору процентних ставок симетричні щодо облікової ставки і в разі її зміни змінюються на аналогічну величину.
	за депозитними сертифікатами овернайт	облікова ст. – 2 п.п.	
Процентні ставки за депозитними сертифікатами	за операціями з розміщення депозитних сертифікатів строком до 14 днів (крім овернайт)	на рівні облікової ставки	
	під час проведення процентного тендера з розміщення депозитних сертифікатів на строк понад 14 днів	<ul style="list-style-type: none"> – визначається залежно від пропозицій, що надходять від банків; – рішення щодо граничної процентної ставки приймається заступником Голови НБУ, на підставі пропозицій Департаменту відкритих ринків; – рівень граничної процентної ставки не може перевищувати ставки за кредитами овернайт. 	
Процентна ставка за кредитами рефінансування, наданими шляхом проведення кількісного тендера з підтримання ліквідності банків, Гранична процентна ставка за кредитами рефінансування, наданими шляхом проведення процентного тендера з підтримання ліквідності банків.		на рівні ставки за кредитами овернайт	

*Примітка: систематизовано автором на основі джерела [59].

Механізми рефінансування НБУ*

Механізм Ознака	Кредит овернайт	Короткострокові кредити рефінансування		Довгострокові кредити рефінансування	Операція прямого РЕПО	Кредит для екстреної підтримки ліквідності
1	2	3		4	5	6
Суть	кредит, який надається банку Національним банком за оголошеною процентною ставкою на термін до наступного робочого дня і є інструментом постійного доступу, спрямованим на підтримання ліквідності банку.	кредит, що надається банку шляхом проведення кількісного або процентного тендера з підтримання ліквідності банків.		кредит, що надається банку шляхом проведення кількісного або процентного тендера з підтримання ліквідності банків.	кредитна операція між НБУ та банком з купівлі НБУ цінних паперів з портфеля банку (перша частина операції РЕПО) з одночасним зобов'язанням банку здійснити зворотну купівлю (викуп) цих цінних паперів (друга частина операції РЕПО) за обумовленою ціною на обумовлену дату.	інструмент короткострокового покриття тимчасового дефіциту ліквідності банків, які мають, за оцінкою НБУ, вплив на стабільність фінансової системи, та тимчасову потребу в підтриманні ліквідності для виконання зобов'язань перед вкладниками та іншими кредиторами (крім пов'язаних із банком осіб) і вичерпали інші джерела підтримання ліквідності, у тому числі на міжбанківському кредитному ринку та за допомогою стандартних інструментів регулювання ліквідності банківської системи.
Термін	до наступного робочого дня	строком до 14 днів	до строком до 90 днів	від 1 до 5 років	на визначений строк, але не більше ніж на 90 календарних днів	на строк до 90 днів з можливістю продовження строку користування кредитом для екстреної підтримки ліквідності банку на строк до 90 днів. Загальний строк користування не може перевищувати одного року.

Продовження дод. Е

1	2	3	4	5	6	
Періодичність	щодня	щотижня з періодичністю: три тижні підряд	один тиждень	визначається на засіданнях Правління Національного банку з питань монетарної політики після розгляду Комітетом з монетарної політики Національного банку.	нерегулярний; за зверненням банку	нерегулярний; за зверненням банку
Забезпечення (предмет**)	Затава: 1) державних облігацій України (облігації внутрішньої державної позики України, облігації зовнішньої державної позики України, цільові облігації внутрішньої державної позики України); 2) депозитних сертифікатів; 3) іноземної валюти (долари США, євро, англійські фунти стерлінгів, швейцарські франки, японські єни); 4) облігацій міжнародних фінансових організацій (емісія яких здійснюється відповідно до законодавства України).			НБУ проводить операції прямого РЕПО з державними облігаціями України або облігаціями міжнародних фінансових організацій (емісія яких здійснюється відповідно до законодавства України).	майно та гарантії, перелік, вимоги та порядок урахування яких визначені в додатку до відповідного Положення (наприклад, гарантії КМУ, Гарантії урядів країн кредитний рейтинг не нижчий, ніж "А-" згідно з міжнародною шкалою, облігації підприємств (крім цільових), гарантії міжнародних фінансових установ (МБРР, ЄБРР, МФК) та ін., всього 10 видів забезпечення).	

** для операцій РЕПО

Закінчення дод. Е

1	2	3	4	5	6
Процентна ставка	облікова ст. +2 п.п	облікова ст. +2 п.п	не нижче облікова ст. +2 п.п. змінюється протягом строку користування кредитом у разі зміни облікової ставки	дохід НБУ за строк операції прямого РЕПО має дорівнювати процентному доходу, нарахованому на ціну купівлі за ставкою, визначеною як облікова ставка + 2 п.п.	облікова ст., яка діє на день надання траншу, + 2 п.п.
Підстави надання	генеральний кредитний договір; заявка банку; повідомлення про задоволення заявки банку на одержання кредиту.	генеральний кредитний договір; заявка банку на участь у проведенні тендера з підтримання ліквідності банків; повідомлення про задоволення заявок на участь у тендері з підтримання ліквідності банків (у повному обсязі або частково).	генеральний кредитний договір; заявка банку на участь у проведенні тендера з підтримання ліквідності банків; повідомлення про задоволення заявок на участь у тендері з підтримання ліквідності банків (у повному обсязі або частково).	генеральний договір РЕПО; заявка щодо проведення операції прямого РЕПО.	генеральний договір щодо екстреної підтримки ліквідності; рішення про надання кредиту для екстреної підтримки ліквідності банку; кредитний договір; заяви на отримання траншів; рішення про надання чи відмову в наданні траншу.

*Узагальнено автором на основі джерел [57; 58].

**Результати аналізу виконання цільових показників, встановлених
НБУ у 2005-2016 рр.***

Цільові показники		ІСЦ (грудень до грудня попереднього року), %	Грошова база, млрд. грн.	Грошова маса (МЗ), млрд. грн.	Обмінний курс долара(грн. за доллар)
Період					
2005 р.	План	106-107	72,6-78,8	186,1-201,0	5,27-5,31
	Факт	110,3	82,8 (+53,9%)	194,1	5,05
2006	План	108,5-109,5	90,5-97,6	90,5-97,6	5,0-5,2
	Факт	111,6	97,2 (+17,5%)	92,2	5,05
2007	План	не спрогнозовано	-/-	-/-	-/-
	Факт	116,6	142,0 (+46,0%)	396,2	5,05
2008	План	не спрогнозовано	-/-	-/-	-/-
	Факт	122,3	187,0 (+31,6%)	515,7	7,70
2009	План	109,5	кількісно не спрогнозовано	Зростання на 30-35%	4,85-5,1
	Факт	112,3	195,0 (+4,4%)	487,3	7,98
2010	План	кількісно не спрогнозовано	зростання на 9-13%	Кількісно не спрогнозовано	Кількісно не спрогнозовано
	Факт	109,1	225,7 (+15,8%)	597,9	7,96
2011	План	не спрогнозовано	-/-	-/-	-/-
	Факт	104,6	239,9 (+6,3)	685,5	7,99
2012	План	107,9	≤112-116% до 2011 р.	Зміни МЗ, які мають зумовлюватись динамікою ліквідності банків	7,98-7,99
	Факт	99,8	255,3 (106, 42% до 2011р.)	773,2 (+12,8%)	7,99
2013	План	104,8-106,1	приріст до 6-8%	не спрогнозовано	-/-
	Факт	100,5	307,1 (+20,3%)	909,07 (+17,6%)	7,99
2014	План	119	приріст до 28%	не спрогнозовано	-/-
	Факт	124,9	333,2 (+ 8,5%)	956,73 (+5,2%)	15,76
2015	План	105	верхня межа приросту 90,8 млрд або 27%.	не спрогнозовано	-/-
	Факт	143,3	336,00 (+0,8%)	994,06 (-9,9%)	24,00
2016**	План	112	не спрогнозовано	-/-	-/-
	Факт	112,4	381,58 (+13,6)	1102,70 (+6,6%)	27,19

Примітки:

* узагальнено на основі джерел [7; 16;62; 65; 72].

**джерелом даних щодо засад грошово-кредитної політики за 2016 рік є Пропозиції стосовно розроблення Основних засад грошово-кредитної політики на 2016 - 2020 роки, схвалені постановою Правління НБУ 18.08.2015 № 541

**Індекси споживчих цін на товари та послуги у 2017-2018 роках, %
(до відповідного місяця попереднього року)***

2017 р.		2018 р.	
Станом на 31.01	12,6	Станом на 31.01	14,1
Станом на 28.02.	14,2	Станом на 28.02	14,0
Станом на 31.03	15,1	Станом на 31.03	13,2
Станом на 30.04	12,2	Станом на 30.04	13,1
Станом на 31.05	13,5	Станом на 31.05	11,7
Станом на 30.06	15,6	Станом на 30.06	9,9
Станом на 31.07	15,9	Станом на 31.07	8,9
Станом на 31.08	16,2	Станом на 31.08	9,0
Станом на 30.09	16,4	Станом на 30.09	8,9
Станом на 31.10	14,6	Станом на 31.10	9,5
Станом на 30.11	13,6	Станом на 30.11	-
Станом на 31.12	13,7	Станом на 31.12	-

*Примітка: джерело: [22]

Розмір облікової ставки НБУ, %*

2015 р.			2016 р.			2017 р.			2018	
станом на 01.01.15	на	14	станом на 01.01.16	на	22	станом на 01.01.17	на	14	станом на 01.01.18	14,5
станом на 01.02.15	на	14	станом на 01.02.16	на	22	станом на 01.02.17	на	14	станом на 01.02.18	16,0
станом на 01.03.15	на	19,5	станом на 01.03.16	на	22	станом на 01.03.17	на	14	станом на 01.03.18	16,0
станом на 01.04.15	на	30	станом на 01.04.16	на	22	станом на 01.04.17	на	14	станом на 01.04.18	17,0
станом на 01.05.15	на	30	станом на 01.05.16	на	19	станом на 01.05.17	на	13	станом на 01.05.18	17,0
станом на 01.06.15	на	30	станом на 01.06.16	на	18	станом на 01.06.17	на	12,5	станом на 01.06.18	17,0
станом на 01.07.15	на	30	станом на 01.07.16	на	16,5	станом на 01.07.17	на	12,5	станом на 01.07.18	17,0
станом на 01.08.15	на	30	станом на 01.08.16	на	15,5	станом на 01.08.17	на	12,5	станом на 01.08.18	17,5
станом на 01.09.15	на	27	станом на 01.09.16	на	15,5	станом на 01.09.17	на	12,5	станом на 01.09.18	17,5
станом на 01.10.15	на	22	станом на 01.10.16	на	15	станом на 01.10.17	на	12,5	станом на 01.10.18	18,0
станом на 01.11.15	на	22	станом на 01.11.16	на	14	станом на 01.11.17	на	13,5	станом на 01.11.18	-
станом на 01.12.15	на	22	станом на 01.12.16	на	14	станом на 01.12.17	на	13,5	станом на 01.12.18	-

*Примітка: складено на основі джерела [42].

Середньозважена процентна ставка за всіма інструментами, %*

2015		2016 р.		2017 р.		2018 р.	
станом на 01.01.15	18,0	станом на 01.01.16	22,1	станом на 01.01.17	16,0	станом на 01.01.18	16,1
станом на 01.02.15	18,7	станом на 01.02.16	24,0	станом на 01.02.17	16,0	станом на 01.02.18	16,6
станом на 01.03.15	21,9	станом на 01.03.16	23,9	станом на 01.03.17	16,0	станом на 01.03.18	18,0
станом на 01.04.15	30,4	станом на 01.04.16	23,5	станом на 01.04.17	16,0	станом на 01.04.18	19,0
станом на 01.05.15	32,2	станом на 01.05.16	21,9	станом на 01.05.17	15,1	станом на 01.05.18	19,0
станом на 01.06.15	32,6	станом на 01.06.16	21,0	станом на 01.06.17	15,0	станом на 01.06.18	19,0
станом на 01.07.15	32,0	станом на 01.07.16	20,0	станом на 01.07.17	14,5	станом на 01.07.18	19,0
станом на 01.08.15	33,0	станом на 01.08.16	18,2	станом на 01.08.17	14,5	станом на 01.08.18	19,25
станом на 01.09.15	32,0	станом на 01.09.16	17,5	станом на 01.09.17	14,5	станом на 01.09.18	19,5
станом на 01.10.15	27,4	станом на 01.10.16	17,1	станом на 01.10.17	14,5	станом на 01.10.18	-
станом на 01.11.15	23,0	станом на 01.11.16	17,0	станом на 01.11.17	14,5	станом на 01.11.18	-
станом на 01.12.15	23,7	станом на 01.12.16	16,0	станом на 01.12.17	15,5	станом на 01.12.18	-

* Примітка: складено на основі джерел [7; 16].

Результати проведення операцій НБУ з рефінансування, млн. грн.*

2015		2016 р.		2017 р.		2018 р.	
станом на 01.01.15	39252,5	станом на 01.01.16	400,2	станом на 01.01.17	10 140,8	станом на 01.01.18	25 172,0
станом на 01.02.15	9 881,1	станом на 01.02.16	85,0	станом на 01.02.17	1 827,0	станом на 01.02.18	35 200,0
станом на 01.03.15	26 469,2	станом на 01.03.16	2 735,0	станом на 01.03.17	1 515,3	станом на 01.03.18	5 249,5
станом на 01.04.15	11 003,3	станом на 01.04.16	2 222,0	станом на 01.04.17	1 223,2	станом на 01.04.18	492,0
станом на 01.05.15	10 254,0	станом на 01.05.16	2 067,2	станом на 01.05.17	415,5	станом на 01.05.18	740,0
станом на 01.06.15	1397,0	станом на 01.06.16	2 601,0	станом на 01.06.17	1 262,0	станом на 01.06.18	1 141,0
станом на 01.07.15	604,5	станом на 01.07.16	2 301,6	станом на 01.07.17	1 140,7	станом на 01.07.18	740,0
станом на 01.08.15	84,0	станом на 01.08.16	3 841,2	станом на 01.08.17	11,5	станом на 01.08.18	750,0
станом на 01.09.15	310,0	станом на 01.09.16	5 000,8	станом на 01.09.17	1,1	станом на 01.09.18	11 683,0
станом на 01.10.15	387,0	станом на 01.10.16	8 253,0	станом на 01.10.17	2 445,2	станом на 01.10.18	27 451,0
станом на 01.11.15	147,0	станом на 01.11.16	5 906,1	станом на 01.11.17	3 196,4	станом на 01.11.18	
станом на 01.12.15	475,0	станом на 01.12.16	6 111,6	станом на 01.12.17	3 049,0	станом на 01.12.18	

*Примітка: складено на основі джерела [64].

ОВДП, які знаходяться в обігу. за сумою основного боргу, млн. грн.*

Станом на:	Усього	у т.ч. облігації, які знаходяться у власності			Станом на:	Усього	у т.ч. облігації, які знаходяться у власності		
		НБУ	Банків	Інших суб'єктів			НБУ	Банків	Інших суб'єктів
2015 р.					2017 р.				
31.01.	464477,57	327746,74	92128,16	44602,68	31.01	667572,03	383343,59	253932,52	30295,92
28.02	535333,68	338594,39	132615,17	64124,11	28.02	685099,18	382074,41	273048,67	29976,10
31.03	495067,41	343375,14	101585,48	50106,80	31.03	696456,05	383021,88	284813,29	28620,88
30.04	484264,29	340346,29	92539,52	51378,48	30.04	688830,88	377915,00	283410,03	27506,16
31.05	478108,51	348279,82	83981,69	45846,99	31.05	685429,49	376165,00	281426,61	27838,19
30.06	487033,45	356321,42	82229,20	48482,84	30.06	675923,15	371006,70	281425,58	23490,87
31.07	489734,70	362587,56	82663,41	44483,74	31.07	686484,26	367904,40	296301,88	22277,98
31.08	489186,61	366194,00	80788,22	42204,40	31.08	691989,87	363485,02	304778,66	23726,20
30.09	492132,08	369221,89	80766,86	42143,33	30.09	696821,33	362235,15	308308,56	26277,63
31.10	497447,83	370846,42	82964,45	43636,96	31.10	702416,15	360573,00	314014,68	27828,66
30.11	502957,47	374295,20	84681,08	43981,19	30.11	698308,79	360572,80	310537,77	27198,23
31.12	505175,20	389936,89	81581,67	33656,64	31.12	750269,75	360572,80	360803,96	28892,98
2016 р.					2018 р.				
31.01	511333,11	389971,42	87489,50	33872,19	31.01	750628,59	358570,49	361174,51	30883,59
29.02	541669,82	388572,16	116930,92	36166,74	28.02	744831,53	354320,11	348801,41	41710,00
31.03	529615,14	387297,07	107179,60	35138,47	31.03	746547,66	350329,45	351263,00	44955,20
30.04	544397,76	383644,16	124036,31	36717,29	30.04	742011,48	350325,25	350223,59	41462,64
31.05	549557,55	379943,54	132951,46	36662,54	31.05	741289,12	350325,25	352577,69	38386,18
30.06	547247,51	377285,55	133195,95	36766,02	30.06	744798,54	350325,25	357762,69	36710,60
31.07	541930,19	373409,35	132295,48	36225,35	31.07	742604,20	350322,94	357345,04	34936,22
31.08	550446,36	370896,23	147115,72	32434,41	31.08	754320,47	348103,76	373045,41	33171,29
30.09	553003,10	367011,24	153278,46	32713,41	30.09	751534,17	348103,76	370389,36	33041,05
31.10	546305,32	365340,64	156435,81	24528,87	31.10	-	-	-	-
30.11	540418,50	360645,90	156029,42	23743,18	30.11	-	-	-	-
31.12	667557,17	381945,90	255465,23	30146,04	31.12	-	-	-	-

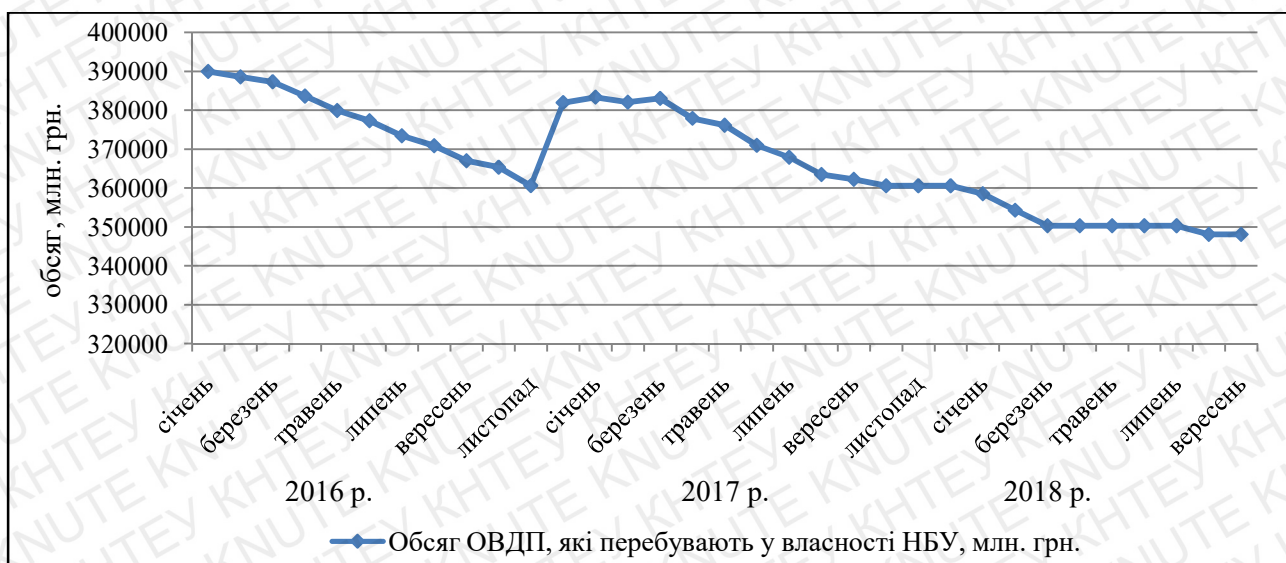
*Примітка: складено на основі джерела[43]

**Зміна обсягів ОВДП, які перебувають у власності НБУ (помісячно) за
період січень 2017 – вересень 2018 рр., млн. грн.***

Дата	ОВДП, які перебувають у власності НБУ на відповідну дату, млн. грн.	Зміна обсягів ОВДП, які перебувають у власності НБУ, дату, млн. грн
31.01.2017	383343,59	1397,69
28.02.2017	382074,41	-1269,18
31.03.2017	383021,88	947,47
30.04.2017	377915,00	-5106,88
31.05.2017	376165,00	-1750,00
30.06.2017	371006,70	-5158,30
31.07.2017	367904,40	-3102,30
31.08.2017	363485,02	-4419,38
30.09.2017	362235,15	-1249,87
31.10.2017	360573,00	-1662,15
30.11.2017	360572,80	-0,20
31.12.2017	360572,80	0,00
31.01.2018	358570,49	-2002,31
28.02.2018	354320,11	-4250,38
31.03.2018	350329,45	-3990,66
30.04.2018	350325,25	-4,20
31.05.2018	350325,25	0,00
30.06.2018	350325,25	0,00
31.07.2018	350322,94	-2,31
31.08.2018	348103,76	-2219,18
30.09.2018	348103,76	0,00

*Примітка: розраховано автором на основі джерела [43]

Обсяг ОВДП, які перебувають у власності НБУ, млн. грн.*



*Примітка: побудовано автором за даними [43]

Додаток С

Обсяг валютних інтервенцій НБУ в 2015 – 2018 рр., млн. дол США в еквіваленті*

	2015 р.			2016 р.			2017 р.			2018 р.		
	Прод.	Куп.	Сальдо**	Прод.	Куп.	Сальдо	Прод.	Куп.	Сальдо	Прод.	Куп.	Сальдо
станом на 31.01	459,3	0,0	459,3	117,8	43,5	74,3	235,8	157,8	78	266,8	250,9	15,9
станом на 28.02	583,9	144,7	439,2	181,0	22,2	158,8	52,7	133,6	-80,9	30,0	426,9	-396,9
станом на 31.03	313,4	581,4	-268	131,2	129,1	2,1	0,0	128,3	-128,3	134,0	510,0	-376
станом на 30.04	239,6	158,2	81,4	0,0	675,8	-675,8	0,0	402,3	-402,3	24,0	326,7	-302,7
станом на 31.05	100,0	168,6	-68,6	0,0	332,7	-332,7	4,0	525,2	-521,2	0,0	181,2	-181,2
станом на 30.06	30,0	239,2	-209,2	0,0	429,6	-429,6	1,4	301,6	-300,2	66,0	90,0	-24
станом на 31.07	74,3	163,2	-88,9	0,0	257,8	-257,8	34,9	64,7	-29,8	163,3	99,0	64
станом на 31.08	0,0	9,2	-9,2	30,0	16,6	13,4	51,3	285,3	-234	634,0	12,7	621,3
станом на 30.09	0,0	152,2	-152,2	178,1	47,9	130,2	165,6	0,0	165,6	74,2	124,5	-50,3
станом на 31.10	46,5	300,5	-254	0,0	274,5	-274,5	181,2	34,0	147,2	70,0	268,5	-198,5
станом на 30.11	143,1	9,5	133,6	33,6	113,6	-80	49,1	188,0	-138,9			
станом на 31.12	28,6	120,0	-91,4	234,4	115,0	119,4	232,5	50,9	181,6			

Примітки:

* Складено автором на основі джерела[53];

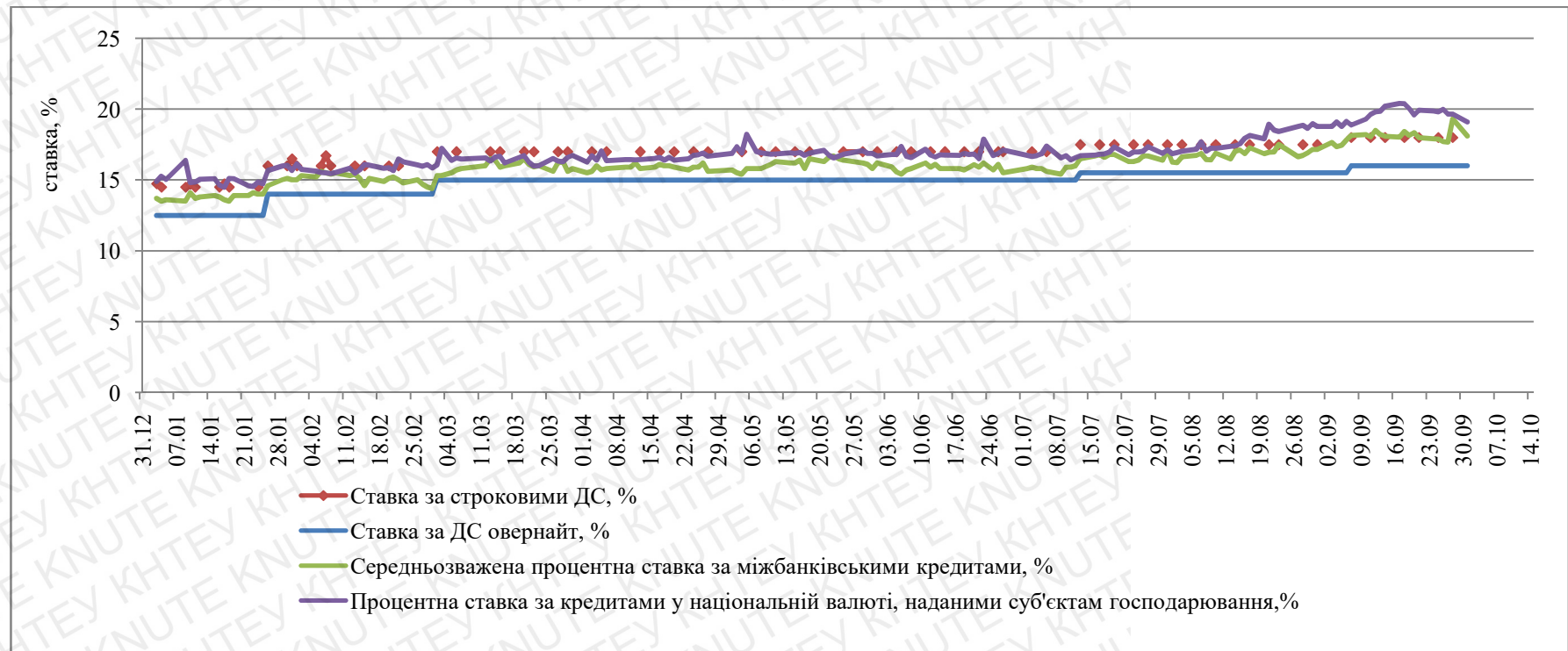
** Сальдо валютних інтервенцій розраховане як різниця між обсягами продажу іноземної валюти та обсягами її купівлі Національним банком України..

**Обсяг коштів, мобілізованих шляхом розміщення депозитних
сертифікатів, млн. грн.***

2015		2016 р.		2017 р.		2018 р.	
станом на 01.01.15	155544,0	станом на 01.01.16	345 341,0	станом на 01.01.17	314 037,0	станом на 01.01.18	305 886,0
станом на 01.02.15	201 046,0	станом на 01.02.16	309 878,0	станом на 01.02.17	284 729,0	станом на 01.02.18	351 185,0
станом на 01.03.15	217 788,0	станом на 01.03.16	288 297,0	станом на 01.03.17	224 739,0	станом на 01.03.18	204 798,0
станом на 01.04.15	250 128,0	станом на 01.04.16	255 473,0	станом на 01.04.17	240 826,0	станом на 01.04.18	297 109,0
станом на 01.05.15	191 231,0	станом на 01.05.16	263 181,0	станом на 01.05.17	218 134,0	станом на 01.05.18	266 346,0
станом на 01.06.15	177 911,0	станом на 01.06.16	253 514,0	станом на 01.06.17	264 080,0	станом на 01.06.18	300 501,0
станом на 01.07.15	189 073,0	станом на 01.07.16	247 267,0	станом на 01.07.17	220 349,0	станом на 01.07.18	276 780,0
станом на 01.08.15	235 882,0	станом на 01.08.16	277 983,0	станом на 01.08.17	212 550,0	станом на 01.08.18	335 766,0
станом на 01.09.15	224 358,0	станом на 01.09.16	221 188,0	станом на 01.09.17	157 017,0	станом на 01.09.18	168 433,0
станом на 01.10.15	259 534,0	станом на 01.10.16	194 250,0	станом на 01.10.17	172 789,0	станом на 01.10.18	125 114,0
станом на 01.11.15	292 074,0	станом на 01.11.16	153 988,0	станом на 01.11.17	175 837,0	станом на 01.11.18	
станом на 01.12.15	264 869,0	станом на 01.12.16	167 800,0	станом на 01.12.17	190 100,0	станом на 01.12.18	

*Примітка: складено автором на основі джерела [64].

Процентні ставки за депозитними сертифікатами, міжбанківськими кредитами, кредитами суб'єктам господарювання (січень-жовтень 2018 р.), %*



*Примітка: побудовано автором на основі джерел [5; 8; 63; 64].