

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

**Валіцька Людмила Олегівна**

**“ГРОШОВО-КРЕДИТНІ МЕТОДИ РЕГУЛЮВАННЯ  
РИНКОВОЇ ЕКОНОМІКИ”**

**Спеціальність 8. 050105 – банківська справа**

Дипломна робота за освітньо-кваліфікаційним рівнем “магістр”

Студент групи БСм – 51  
Л.О. Валіцька

---

Науковий керівник  
к.е.н., доцент О.С. Прусський

---

Дипломну роботу допущено  
до захисту:

« \_\_\_\_ » \_\_\_\_\_ 2013 р.  
Зав. кафедри банківської справи,  
д.е.н., професор

**Дзюблюк О. В.** \_\_\_\_\_

**Тернопіль – 2013**

## ЗМІСТ

<b>ВСТУП</b> .....	3
<b>РОЗДІЛ 1 ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ГРОШОВО-КРЕДИТНОГО РЕГУЛЮВАННЯ ЕКОНОМІКИ</b> .....	7
1.1. Обґрунтування змісту грошово-кредитного регулювання з позицій різних наукових підходів.....	7
1.2. Методи та інструменти грошово-кредитного регулювання економіки.....	16
1.3 Інституційно-правові засади проведення грошово-кредитної політики в Україні .....	27
<b>ВИСНОВКИ ДО РОЗДІЛУ 1</b> .....	36
<b>РОЗДІЛ 2 АНАЛІЗ СУЧАСНИХ МЕТОДІВ ГРОШОВО-КРЕДИТНОГО РЕГУЛЮВАННЯ ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ</b> .....	38
2.1. Еволюція грошово-кредитної політики Національного банку України .....	38
2.2. Грошово-кредитне регулювання в умовах нестабільності на фінансових ринках.....	50
2.3. Ефективність валютного регулювання в Україні.....	58
<b>ВИСНОВКИ ДО РОЗДІЛУ 2</b> .....	67
<b>РОЗДІЛ 3 ПЕРСПЕКТИВИ УДОСКОНАЛЕННЯ МЕТОДІВ ГРОШОВО-КРЕДИТНОГО РЕГУЛЮВАННЯ НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ</b> .....	69
3.1. Удосконалення грошово-кредитного регулювання як необхідна умова запобіганню кризовим явищам в економіці .....	69
3.2. Досвід грошово-кредитного регулювання Європейського центрального банку та перспективи його адаптації до вітчизняних реалій.....	79
<b>ВИСНОВКИ ДО РОЗДІЛУ 3</b> .....	93
<b>ВИСНОВКИ</b> .....	95
<b>СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ</b> .....	100

## ВСТУП

**Актуальність теми дослідження.** Ринкові перетворення економіки України передбачають використання економічних методів її регулювання, а отже й використання різноманітних фінансово-кредитних важелів. Саме це визначає надзвичайно важливу роль банків у створенні ринкової економіки та формування ефективного механізму грошово-кредитного регулювання. Грошово-кредитне регулювання є невід’ємною складовою теорії і практики будь-якої країни та макроекономічної політики загалом. Ускладнення економічних процесів, зміцнення взаємозв’язку товарних і грошових ринків, інтеграційні процеси – все це активізує увагу до формування теоретичних засад і розробки конкретних важелів впливу на грошово-кредитні відносини з врахуванням стану економіки. Беззаперечно вагомою є роль грошово-кредитного регулювання економіки в умовах кризових явищ, а також не послаблюється вона й на етапах економічного підйому. З огляду на це вивчення теоретичних основ грошово-кредитного регулювання економіки та розробка практичних рекомендацій щодо його вдосконалення залишається актуальним та необхідним.

**Огляд літератури з теми дослідження.** Над проблематикою грошово-кредитного регулювання та монетарної політики працювало багато вітчизняних теоретиків та практиків, а зокрема: О.В. Дзюблюк, В.С. Стельмах, А.О. Єпіфанов, Н.І. Гребеник, В.І. Міщенко, С.В. Міщенко, А.В. Сомик, М.В. Пуховкіна, В.В. Козюк, Т.Д. Косова та ін. Однак зазначені науковці недостатньо уваги приділили аналізу грошово-кредитного регулювання в умовах нестабільності на фінансових ринках, а їхні рекомендації спрямовані на удосконалення окремо взятих інструментів монетарної політики центральних банків, а не держави загалом.

**Мета і завдання дослідження.** Метою даної роботи є дослідження грошово-кредитного регулювання в умовах нестабільності на фінансових ринках, а також розробка теоретико-практичних рекомендацій щодо

удосконалення інструментів, методів монетарного регулювання та підходів до ведення монетарної політики.

Для досягнення зазначеної мети в роботі було поставлено і вирішено такі завдання:

- обґрунтувати зміст грошово-кредитного регулювання з позицій різних наукових підходів;
- розглянути методи та інструменти грошово-кредитного регулювання економіки;
- дослідити особливості формування інституційно-правових засад проведення грошово-кредитної політики в Україні;
- проаналізувати еволюцію грошово-кредитної політики Національного банку України;
- дати оцінку грошово-кредитному регулюванню в умовах нестабільності на фінансових ринках;
- визначити ефективність валютного регулювання в Україні;
- розробити рекомендації щодо удосконалення грошово-кредитного регулювання як необхідна умова запобігання кризовим явищам в економіці;
- вивчити досвід грошово-кредитного регулювання Європейського центрального банку та визначити перспективи його адаптації до вітчизняних реалій.

**Об'єкт і предмет дослідження.** Об'єкт дослідження – механізм реалізації ефективної монетарної політики центральним банком в умовах економічної та фінансової нестабільності.

**Предмет дослідження** – теоретичні та методичні засади і практичні аспекти грошово-кредитного регулювання його методів та інструментів в умовах забезпечення стабілізації розвитку економіки України.

**Методи дослідження.** Теоретичною та методологічною основою даної роботи стали фундаментальні положення зарубіжної та вітчизняної теорії монетарної політики. Для досягнення визначеної мети науково-дослідної роботи в залежності від складності наукових завдань застосовувався

комплекс загальнонаукових методів: аналіз і узагальнення, класифікація, оцінювання, системний та порівняльний аналіз.

**Інформаційна база роботи.** Інформаційна база дослідження включає законодавчі та нормативні акти з питань функціонування та регулювання грошово-кредитного, фондового та валютного ринків, довідкові та статистичні дані НБУ, Держкомстату, аналітичні та статистичні матеріали Європейського центрального банку, вітчизняні та зарубіжні періодичні видання та монографії, наукові статті та тези доповідей.

**Наукова новизна** одержаних результатів полягає в обґрунтуванні нових концептуально-теоретичних підходів та практичних рекомендацій щодо розробки удосконалення грошово-кредитного регулювання та монетарної політики в контексті забезпечення стабільного розвитку національної економіки.

У процесі дослідження були отримані такі найбільш суттєві наукові результати:

- удосконалено трактування грошово-кредитного регулювання, як системи заходів у царині грошового обігу та кредиту, які спрямовуються на регулювання процентної ставки, норм обов'язкового резервування, операцій з цінними паперами на відкритому ринку, імпорту та експорту капіталу, рефінансування банківських установ, золотовалютних резервів. Вплив таких заходів має забезпечувати постійний економічний розвиток, ефективну зайнятість, недопущення розвитку інфляційних процесів, врівноваження платіжного балансу країни;
- подальшого розвитку набули підходи до регулювання і нагляду за діяльністю системоутворюючих банків, а зокрема запропоновано встановити індивідуальні обов'язкові економічні показники, такі як: норматив достатності власного капіталу; нормативи миттєвої і поточної ліквідності банку; максимальний розмір ризику на одного позичальника або на групу пов'язаних позичальників та інших показників фінансової стійкості, які покликані обмежити їх прагнення банків до зайвого збільшення розміру (активів) і

накопичення ризиків. Введення кількісних обмежень доцільно пов'язати з якісним посиленням нагляду за такими банками, пред'явленням до них більш високих вимог до розкриття інформації;

- запропоновано, з метою зміцнення координації монетарної і фіскальної політики, підписати меморандум між НБУ та Урядом в якому визначити цілі єдиної фінансово-економічної політики України, окреслити цільові макроекономічні показники та напрямки діяльності монетарної і фіскальної влади, а також інструментарій досягнення цілей;

- для збільшення обсягів кредитування реального сектору економіки обґрунтовано необхідність застосування прямих методів грошово-кредитного регулювання, таких як: селективні кредити, дисконтні механізми, втручання у встановлення норми відсотка через субсидування процентних ставок за кредитами, наданими в пріоритетні галузі економіки.

**Практичне значення роботи.** Розроблені в ході дослідження підходи, теоретичні узагальнення, висновки та рекомендації можуть бути використані для підвищення ефективності грошово-кредитного регулювання, підвищення рівня координації монетарної та фіскальної політики, а також збільшення обсягів кредитування реального сектору економіки.

**Структура роботи.** Дипломна робота складається із вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел. Загальний обсяг роботи складає 108 сторінок комп'ютерного тексту, у тому числі 3 таблиць, 11 рисунків, список використаних джерел із 90 найменувань.

# РОЗДІЛ 1

## ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ГРОШОВО-КРЕДИТНОГО РЕГУЛЮВАННЯ ЕКОНОМІКИ

### 1.1. Обґрунтування змісту грошово-кредитного регулювання з позицій різних наукових підходів

У науковій літературі часто поняття «грошово-кредитне регулювання» вживається як синонім поняття «грошово-кредитна політика» та розуміння цих понять зводиться до системи державного регулювання грошово-кредитних відносин у суспільстві.

Тому нам представляється необхідним дослідити поняття «грошово-кредитного регулювання» та розмежувати його з поняттям «грошово-кредитна політика».

Роблячи спробу розмежувати досліджувані поняття, виокремимо ознаки, які притаманні регулюванню загалом та грошово-кредитному регулюванню, зокрема:

- регулювання має передбачати визначення його мети;
- визначення умов регулювання, що означає проведення аналізу поточної ситуації та теоретичне обґрунтування очікуваних результатів;
- визначення засобів за допомогою яких має відбуватися процес регулювання, а саме визначення методів та інструментів досягнення мети;
- визначення суб'єктів та об'єктів регулювання;
- проведення процесу регулювання у динаміці.

Слід зазначити, що термін «регулювання» може бути використаний по відношенню до різноманітних сфер діяльності, наприклад банківське регулювання, державне регулювання, грошово-кредитне регулювання, спробуємо дослідити сутність саме грошово-кредитного регулювання та розглянути позиції різних авторів на це поняття.

Так, колектив авторів, «Енциклопедії банківської справи України», очолюваний В.С. Стельмахом, ототожнює грошово-кредитне регулювання з регулюванням грошового обігу і розглядає його як «сукупність заходів, здійснюваних з метою підтримання сталості грошового обігу, стабільності національної грошової одиниці, стримування інфляції, гнучкого забезпечення грошима потреб сфери обігу» [27, с. 452]. Деякі автори розуміють під монетарним регулюванням сукупність заходів у галузі грошового обігу та кредиту, які спрямовуються на підтримання економічного зростання, забезпечення зайнятості, стримування негативних процесів в економіці та вирівнювання платіжного балансу [52, 77, 85]. Аналогічне визначення наведено колективом авторів В.С. Стельмах, А.О. Єпіфанов, Н.І. Гребеник, В.І. Міщенко стосовно грошово-кредитної політики [27, с. 44].

Також у економічній літературі фігурує думка науковців про тотожність понять «грошово-кредитне регулювання» та «грошово-кредитна політика».

Такої думки дотримується М.В. Пуховкіна, яка ототожнює ці поняття і розуміє під грошово-кредитною політикою комплекс заходів, спрямованих на досягнення «певних цілей» за допомогою інструментів грошово-кредитного регулювання [63]. Також у цьому визначенні поєднуються поняття грошово-кредитного та державного регулювання, що нам представляється дещо помилковим, оскільки грошово-кредитне регулювання здійснюється центральним банком за допомогою інструментів грошово-кредитного регулювання, в той час як державне регулювання має на увазі дії уряду з прийняття різноманітних законодавчих актів. Відтак, державне регулювання носить довгостроковий характер, тобто може тривати досить тривалий термін, тоді як грошово-кредитне регулювання повинно здійснюватися оперативно.

Схожу думку має й колектив авторів В. Базилевич, К. Базилевич, Л. Баластрик, який вважає, «що грошово-кредитна політика – це сукупність форм і засобів державного впливу на пропозицію грошей ( $M_s$ ) з метою забезпечення рівноваги між пропозицією грошей та попитом на них» [23, с.554].



Вітчизняний економіст В.В. Козюк також визначає грошово-кредитну політику як комплекс заходів, ототожнюючи грошово-кредитну політику і грошово-кредитне регулювання [7].

Грошово-кредитне регулювання спрямовано передусім на регулювання обсягу грошової маси задля досягнення росту сукупного обсягу виробництва та зайнятості при стабільному рівні цін. Грошово-кредитне регулювання спрямоване на збільшення грошової пропозиції у періоди спаду обсягів виробництва для заохочення витрат і відповідного зменшення такої пропозиції грошей у періоди розширення ділового циклу з метою зменшення витрат. Іншими словами, грошово-кредитне регулювання покликане створити умови для стабільного економічного розвитку за рахунок вирівнювання економічних показників при змінах ділового циклу. Відповідно, головним об'єктом грошово-кредитного регулювання економіки країни є пропозиція грошей, здійснюючи регулювання якої створюються умови для підтримання стабільності цін та досягнення стабільного зростання національного доходу країни.

Таким чином, розглядати грошово-кредитне регулювання слід насамперед, як систему заходів у царині грошового обігу та кредиту, які спрямовуються на регулювання процентної ставки, норм обов'язкового резервування, операцій з цінними паперами на відкритому ринку, імпорту та експорту капіталу, рефінансування банківських установ, золотовалютних резервів. Вплив таких заходів має забезпечувати постійний економічний розвиток, ефективну зайнятість, недопущення розвитку інфляційних процесів, врівноваження платіжного балансу країни.

Дуже близьким за змістом є визначення представлене Т.Д. Косовою у навчальному посібнику «Центральний банк і грошово-кредитне регулювання», яке стверджує, що: «грошово-кредитне регулювання – це один з елементів економічної політики держави, являє собою сукупність заходів, спрямованих на зміну грошової маси в обігу, обсягу кредитів, рівня процентних ставок і інших показників грошового обігу і ринку позичкових капіталів» [79, с. 243].

Найбільш правильним, нам представляється розглядати грошово-кредитне регулювання як складову частину монетарної політики, що спирається на її основні засади, а регулятивний вплив держави та його спрямованість у конкретні сфери економічних відносин визначається складовими грошово-кредитного регулювання.

Зауважимо, що грошово-кредитному регулюванню притаманний ряд недоліків, зокрема, у періоди економічних криз та глибоких депресій банківські установи можуть прийняти рішення про припинення кредитування економіки з метою збереження власної ліквідності, в такому випадку грошово-кредитне регулювання центрального банку буде недієвим. Також недоліком грошово-кредитного регулювання є відсутність гарантованого впливу на інвестиції. Так, центральний банк з метою скорочення обсягів інвестицій може прийняти рішення про підвищення облікової ставки, відповідно кредити комерційних банків подорожчають, однак це не гарантує зменшення інвестицій, які можуть здійснюватися з інших міркувань. Не виключена й протилежна ситуація коли при зменшенні відсоткових ставок відповідного розширення інвестицій не відбувається. В такому випадку дії центрального банку також будуть неефективними.

В основі грошово-кредитне регулювання повинні бути закладені такі принципи:

- адекватність, інакше кажучи, відповідність методів грошово-кредитного регулювання реальному стану економіки. Перш за все, не слід автоматично переносити методи грошово-кредитне регулювання західних країн на вітчизняну економіку, а обирати лише ті, що відповідатимуть її потребам;
- гнучкість, тобто методи такого регулювання мають змінюватися залежно від ситуації. Головним завданням центрального банку має стати визначення того, які складові грошово-кредитне регулювання мають бути постійними, а які змінюватимуться у відповідності до ситуації;

- систематичність, себто дотримання обраної політики регулювання упродовж певного часового періоду. Це надасть можливість досягти бажаного ефекту.

Грошово-кредитне регулювання при дотриманні вищезазначених принципів має здійснюватися в кількох взаємопов'язаних напрямках:

- 1) контроль над банківською системою з метою зміцнення її ліквідності, тобто здатності своєчасно покривати вимоги вкладників. Цей напрямок грошово-кредитного регулювання здійснюється за рахунок проведення облікової або дисконтної політики, а також встановлення норм обов'язкових банківських резервів;

- 2) управління державним боргом в умовах бюджетного дефіциту, великого зростання державної заборгованості, коли збільшується вплив державного кредиту на ринок позичкових капіталів. Такий напрямок грошово-кредитного регулювання забезпечується різними методами управління державним боргом – купівлею або продажем державних зобов'язань, зміною цін облігацій або умови їх продажу, підвищенням привабливості цінних паперів для приватних інвесторів;

- 3) регулювання обсягів кредитних операцій та грошової емісії застосовується з метою впливу на господарську діяльність суб'єктів ринку. Цей напрямок грошово-кредитного регулювання, в залежності від стану економіки, може бути спрямований на стимулювання кредиту та грошової емісії або на їх обмеження.

При дотриманні вищезазначених принципів грошово-кредитне регулювання дозволяє впливати на: якість та обсяги обміну товарами, роботами та послугами між суб'єктами економіки; динаміку розподілу створеної додаткової вартості на кінцеві споживчі витрати в цілому та валове нагромадження основного капіталу, зміну запасів матеріальних оборотних коштів, придбання цінностей, чистий експорт тощо; макроекономічну рівновагу та стабільність основних макроекономічних показників; сферу соціальних відносин, зокрема зайнятість і рівень добробуту населення країни [85, с. 288].

Однак, вплив грошово-кредитної політики на всі зазначені сфери можливе лише при визначенні та дотриманні конкретних цілей грошово-кредитної політики, встановлених на конкретний проміжок часу. Це потребує насамперед з'ясування теоретичних принципів грошово-кредитного регулювання економіки і розкриття його внутрішніх механізмів.

Теоретико-методологічні засади грошово-кредитного регулювання розвивалися разом із грошовими системами та відповідними монетарними теоріями. Основи сучасних теорій грошово-кредитного регулювання починали формуватися у ХІХ столітті, коли виокремились два основні напрями теорій грошово-кредитного регулювання. Традиційно у теорії грошово-кредитного регулювання розрізняють дві великі наукові школи: кейнсіанську (банківську) та монетаристську (грошову). Представники банківської школи сформуливали підходи до регулятивного впливу на економіку через кредитну експансію або скорочення кредитної емісії. Грошова школа базувалась на кількісній теорії та пов'язувала економічні коливання зі зміною кількості грошей.

Розбіжності між ними щодо поглядів на регулювання економіки за допомогою монетарних методів полягають у різному трактуванні закономірностей грошового обігу. Представники кейнсіанської концепції грошово-кредитного регулювання (Дж. Кейнс, П. Самуельсон, Дж. Гелбрейт, С.Харріс, Е. Хансен, Л. Ларсен ) розглядають процентну ставку як показник, що здатен врівноважувати попит і пропозицію грошей. На їх думку потреба в коштах залежить від суб'єктивних чинників і тому є нестабільною. Через те «кейнсіанці» вважають, що регулювання грошової пропозиції є недоречним, оскільки досягнення стійкої рівноваги грошового сектора, на їх думку, неможливе. Основним об'єктом регулювання вони обрали процентну ставку, що визначає стан кон'юнктури грошового ринку. У кейнсіанській теорії грошово-кредитне регулювання підпорядковане бюджетно-фіскальній політиці і має другорядне значення.

У сучасних економіках кейнсіанські методи грошово-кредитного регулювання використовуються для досягнення тактичних цілей як усунення

незначних коливань і корекції динаміки економічного розвитку. Проте друга половина XX століття характеризується зростанням інфляції та безробіття, що стало основною причиною економічної нестабільності і суперечить тезам про «контрольовану інфляцію». Напрями грошово-кредитного регулювання поступово змістилися до подолання інфляції.

У свою чергу, представники монетаристської теорії (М. Фрідмен, А. Берні, Р. Роуз, Ж. Рюеф, О. Файт) вважають, що попит на гроші є стабільним, а його динаміка передбачуваною. Спираючись на це, монетаристи основним завданням грошово-кредитного регулювання визнають підтримку стабільного зростання грошової маси у відповідності до попиту на гроші. Більше того, вони твердять, що єдиною метою грошово-кредитної політики є стабілізація темпів зростання грошової маси. Досягнення цієї мети і забезпечує стійке економічне зростання.

Монетаристська модель макроекономічного регулювання і боротьби з інфляцією включає кілька елементів, таких як: обмеження прямих форм втручання держави у господарські процеси, відмову від короткострокового регулювання економіки за допомогою фінансової політики, зменшення державних асигнувань на соціальні потреби, скорочення дефіциту бюджету, переорієнтування податкової політики, упор на довгострокову грошово-кредитну політику для стабілізації грошового обігу і рівня цін.

Найважливіша та найсуттєвіша риса монетаристської теорії – це антиінфляційна спрямованість, що робить пріоритетним регулювання темпів зростання кількості грошей в обігу, а не стимулювання економічного зростання та зайнятості. З огляду на це монетаристи пропонують:

- встановити режим грошово-кредитного таргетування, тобто щорічно встановлювати межі приросту грошової маси;
- повністю ліквідувати прямі та суттєво послабити непрямі форми контролю за функціонуванням банківської системи;

- змінити механізм контролю за грошовою масою і перейти до системи прямого регулювання розміру резервних активів (готівкових коштів в обігу та коштів, розміщених на депозитах у центральному банку);
- відмовитися від практики прямого управління процентними ставками;
- спрямувати фінансову політику у русло боротьби з інфляцією, а саме зменшити державні витрати та скоротити бюджетний дефіцит.

На практиці комплексне дотримання всіх рекомендацій часто неможливе. Так, не існує єдиної думки щодо конкретних темпів приросту грошової маси в обігу, дискусійним є питання щодо часового проміжку між здійснюваними заходами грошово-кредитного регулювання та економічним ефектом від їх застосування. Прихильниками монетаристської теорії як аксіому сприймають автоматичну та раціональну реакцію фінансово-кредитних інститутів на заходи грошово-кредитного регулювання не враховуючи можливість порушення взаємозв'язку у діях органів грошово-кредитного регулювання і операціями банківських установ, не враховуючі дії ринкових сил, що здатні нейтралізувати заходи центрального банку.

Таке бачення ситуації призводить до ігнорування деяких чинників впливу на розмір грошової маси в обігу. Розглянемо трансмісійні механізми монетаристської та кейнсіанської моделей грошово-кредитного регулювання.

Так, монетаристський трансмісійний механізм грошово-кредитного регулювання має вигляд:

$$M - V - \text{НД}, \text{ де} \tag{1}$$

$M$  – загальна грошова маса в обігу;

$V$  – швидкість обігу грошових одиниць;

$\text{НД}$  – національний дохід.

Як видно з представленої формули в монетаристській моделі передача ділової активності суб'єктів господарювання від грошової маси до національного доходу здійснюється за допомогою швидкості руху грошей, за якою центральний банк намагається спрямувати свої дії в монетарному

регулюванні на приріст реального ВВП, загальної зайнятості, а відтак до росту національного доходу.

Однак, не враховуються такі фактори впливу на розмір грошової маси таких як операції кредитної системи як основний канал надходжень коштів у обіг, зовнішні чинники – такі, як імпортування інфляції, дефіцит платіжного балансу. Не враховуються дестабілізуючий вплив ринку євровалют, надання транснаціональними банками прихованих позик. Такі фактори підривають вплив грошово-кредитного регулювання.

Кейнсіанський підхід до грошово-кредитного регулювання заперечує можливість досягнення кінцевої мети через такий передавальний механізм, як швидкість обігу грошей. Трансмісійний механізм кейнсіанської моделі грошово-кредитного регулювання має вигляд:

$$M - N\% - I - \text{НД}, \text{ де:} \quad (2)$$

$M$  – загальна грошова маса в обігу;

$N\%$  – норма позичкового відсотка;

$I$  – реальні інвестиції;

НД – національний дохід.

Як видно з формули (2), передавальним механізмом від грошової маси до національного доходу є норма процента та інвестиції. Очевидно, що зростання інвестицій приводить до зменшення безробіття та зростання національного доходу.

На різних етапах економічного розвитку доцільно застосовувати різні методи грошово-кредитного регулювання, а основним його завданням має бути пом'якшення або профілактика протиріч ринкового механізму. В умовах розвинутої та нормально функціонуючої економіки використання грошово-кредитного регулювання має зводитися до максимально можливої синхронізації економічних процесів. В умовах же серйозних проблем в економіці країни непрямих методів грошово-кредитного регулювання може виявитися недостатньо, і вони мають бути доповнені прямим регулюванням з боку держави. Для підвищення дієвості грошово-кредитного регулювання важливим

є комплексне та раціональне застосування принципів і монетаристської, і кейнсіанської теорій грошово-кредитного регулювання.

## **1.2. Методи та інструменти грошово-кредитного регулювання економіки**

Методи грошово-кредитної політики – сукупність прийомів і операцій, за допомогою яких суб'єкти грошово-кредитної політики впливають на об'єкти для досягнення поставлених цілей. Дані методи поділяються на прямі, непрямі, згальні та селективні.

Так, прямі методи – це адміністративні заходи у формі різних директив центрального банку, що стосуються обсягу грошової пропозиції та ціни на фінансовому ринку. Ліміти росту кредитування або залучення депозитів служать прикладами кількісного контролю.

Реалізація цих методів дає найбільш швидкий економічний ефект з точки зору центрального банку за максимальним об'ємом або ціною депозитів і кредитів, за кількісними та якісними змінними грошово-кредитної політики.

Застосування прямих методів грошово-кредитної політики дозволяє безпосередньо впливати на грошові агрегати, розподіл позичок і витрати запозичень. Вони найбільш привабливі для державних органів, як методи регулювання і перерозподілу грошових ресурсів, особливо в умовах економічної кризи. Прямі методи легше застосовувати, вони вимагають менше витрат, наслідки їх застосування більш передбачувані [22, с. 24].

Разом з тим прямі методи грошово-кредитної політики є грубими методами зовнішнього впливу на функціонування суб'єктів грошового ринку, зачіпають основи їх економічної діяльності. Вони можуть суперечити мікроекономічним інтересам кредитних організацій, вести до неефективного розподілу кредитних ресурсів, до обмежень міжбанківської конкуренції, утруднень в появі нових фінансово стійких інститутів на банківському ринку.



Крім того, слід враховувати те, що грошово-кредитна політика є частиною загальної економічної політики держави і впливає в цілому на відтворювальний процес в національній економіці.

Застосування прямих методів грошово-кредитної політики, спрямованих, зокрема, на стримування інфляції, може викликати ряд негативних наслідків загальноекономічного характеру. Наприклад, якщо таргетування інфляції досягається за рахунок прямого регулювання (скорочення) грошової маси з боку центрального банку в рамках жорсткої рестрикційних грошово-кредитної політики, то це призводить до «натуралізації» економічних відносин, появи грошових сурогатів, до розширення «тіньової економіки».

У свою чергу, розширення «тіньової економіки», означає скорочення платежів до бюджету і, як наслідок, збільшення державного боргу по заробітній платі бюджетним організаціям та соціальним виплатам.

Слід враховувати і те, що з часом прямі методи впливу на учасників грошового ринку в разі «несприятливого» з мікроекономічної точки зору впливу їх на господарську діяльність можуть викликати перелив, відтік фінансових ресурсів у «тіньову економіку» або за кордон.

Прямі методи грошово-кредитної політики можуть також викликати посилення бюрократичних чинників та корупції в грошовій сфері.

Таким чином, негативні наслідки прямих методів грошово-кредитної політики часто превалюють над перевагою їх застосування в умовах ринку, оскільки деформують ринковий механізм [39, с. 6-8].

Непрямі методи регулювання грошово-кредитної сфери впливають на мотивацію поведінки господарюючих суб'єктів за допомогою ринкових механізмів, мають більший часовий лаг, наслідки їх застосування менш передбачувані, ніж при використанні прямих методів. Проте їх застосування не призводить до деформацій ринку. Природно, що ефективність використання непрямих методів регулювання тісно пов'язана зі ступенем розвитку грошового ринку.

Перехід до переважно непрямими методами грошово-кредитної політики об'єктивно пов'язаний із загальносвітовим процесом фінансової лібералізації, підвищенням ступеня незалежності центрального банку, його функціями в економіці. У 80-х роках цей перехід відбувався в більшості країн з розвинутою ринковою економікою без будь-яких проблем і зворотних тенденцій.

Цьому сприяла і сприятлива макроекономічна ситуація. У країнах, що розвиваються, і країнах з перехідною економікою витіснення прямих методів грошово-кредитної політики непрямими обумовлювалося реформами в банківських системах, спрямованими на лібералізацію їх функціонування. Крім поділу методів грошово-кредитної політики на прямі і непрямі розрізняють також загальні та селективні методи [42, с. 37].

Загальні методи є переважно непрямими, що роблять вплив на грошовий ринок в цілому.

Селективні методи регулюють конкретні види кредиту і носять в основному директивний характер. За допомогою цих методів вирішуються приватні задачі, такі, як обмеження видачі позик деякими банками або деяких видів позик, рефінансування на пільгових умовах окремих комерційних банків і т. д. Використовуючи селективні методи, центральний банк зберігає за собою функції централізованого перерозподілу кредитних ресурсів, не властивих центральним банкам країн з ринковою економікою, оскільки вони спотворюють ринкові ціни та розподіл ресурсів.

Індивідуальні заходи контролю, які застосовуються до окремо взятого банку, стримують конкуренцію на фінансових ринках. Наприклад, конкуренція дозволила б більш ефективним банкам залучити більше депозитів і збільшити кредитування, пропонуючи більш високі процентні ставки по депозитах і нижчі за кредитами.

Кредитний контроль за окремими банками (наприклад, за банками, кредитними певні галузі або регіони) надає перекручений вплив на ринки.

Застосування у практиці центральних банків селективних методів впливу на діяльність комерційних банків типово для економічної політики, що проводиться на стадії циклічного спаду, в умовах різкого порушення пропорцій відтворення [50, с. 32].

Класифікацію методів грошово-кредитної політики можна також провести в залежності від об'єкта впливу. Це методи грошово-кредитної політики, які впливають безпосередньо на грошову пропозицію, і методи, що регулюють попит на грошовому ринку.

Під пропозицією грошей розуміється грошова маса, що знаходиться в обігу і складається з відповідних грошових агрегатів. Методи регулювання грошової пропозиції залежать від цілей, які ставляться в рамках грошово-кредитної політики конкретної країни.

Якщо метою грошово-кредитної політики є підтримання на незмінному рівні кількості грошей в обігу, то проводиться жорстка рестрикційна політика переважно методами кількісних обмежень.

Метою грошово-кредитної політики держави може бути і підтримання фіксованої ставки відсотка для стимулювання або, навпаки, стримування інвестицій. Така грошово-кредитна політика називається гнучкою. У разі вибору гнучкої монетарної політики регулювання грошової пропозиції буде допускати коливання грошової маси в залежності від зміни ставки відсотка.

Попит на гроші, як об'єкт грошово-кредитної політики, формується з попиту на гроші як засіб обігу (інакше – діловий, операційний, трансакційний або попит на гроші для здійснення угод) і попиту на гроші як засіб збереження вартості (інакше, попит на гроші як на активи, попит на запасну вартість чи спекулятивний попит).

Попит на гроші як засіб обігу визначається рівнем номінального ВВП (прямо пропорційно). Чим більший дохід в суспільстві, чим більше вчиняється угод, чим вище рівень цін, тим більше буде потрібно грошей для реалізації економічних угод в рамках національної економіки. З певним

спрощенням можна сказати, що операційний попит на гроші не залежить від ставки відсотка.

Попит на гроші як засіб збереження вартості залежить від величини номінальної ставки відсотка (обернено пропорційно), оскільки при володінні грошима у формі готівки і чекових внесків, що не приносять власнику відсотків, виникають певні змінні (альтернативні) витрати в порівнянні з використанням заощаджень у вигляді цінних паперів. Розподіл фінансових активів, наприклад, на готівкові гроші і облігації залежить від величини ставки відсотка: чим вона вище, тим нижче курс цінних паперів і більше попит на них, тим нижче попит на готівкові гроші (нижче спекулятивний попит) і навпаки [42, с. 39].

Таким чином, загальний попит на гроші залежить від номінальної ставки відсотка та обсягу номінального валового національного продукту (ВНП). В залежності від причин, що викликали зміну попиту на гроші і грошової пропозиції, можуть змінюватися методи грошово-кредитної політики (жорстка або гнучка, або вибір варіанта такої монетарної політики, за якої допускається вільне коливання маси грошей в обігу та процентної ставки).

Якщо зсув в попиті на гроші викликаний циклічними змінами і він небажаний, то за допомогою грошово-кредитної політики можна «згладити» ці зміни. У разі циклічного «перегріву» економіки допускається підвищення процентних ставок. Наслідком зростання норми відсотка буде зниження ділової активності. І навпаки, у випадку циклічного спаду слід домогтися зниження норми відсотка і тим самим підвищити ділову активність за рахунок збільшення інвестиційного попиту.

Якщо ж зрушення в попиті на гроші викликане виключно зростанням цін, то будь-яке збільшення грошової пропозиції буде «розкручувати» інфляційну спіраль. Метою грошово-кредитної політики в цьому випадку буде підтримка грошової маси, що знаходиться в обігу, на певному фіксованому рівні.

Вибір методів грошово-кредитної політики залежить від того, що є пріоритетним її об'єктом: попит або пропозиція грошей, процентна ставка або кількість грошей. У свою чергу, вибір пріоритетів об'єктів грошово-кредитної політики залежить від того, що «сильніше» впливає на економіку – попит на гроші або їх пропозицію, а фактично – процентна ставка або кількість грошей.

У більшості країн з розвинутою ринковою економікою та розвинутими фінансовими ринками центральні банки, принаймні, у короткостроковому періоді, встановлюють цільові орієнтири в області процентних ставок, а не обсягу грошової маси.

Центральний банк може вдаватися до ринкового регулювання або використовувати адміністративні заходи. У першому випадку він спирається на «непрямі інструменти», а в другому – на «прямі інструменти» грошово-кредитної політики. Інструменти грошово-кредитної політики – економічні змінні, що знаходяться під безпосереднім контролем грошової влади і служать для управління операційними змінними. У прикладному плані під інструментами розуміють фінансові операції, які проводять банки і (інші економічні агенти, включаючи уряд) з центральним банком чи за його вказівкою.

Законодавство про центральний банк (зазвичай це закон про центральний банк) наділяє банк повноваженнями для використання інструментів грошово-кредитної політики. Законодавчо оформлені повноваження надають йому необхідну юрисдикцію в частині грошово-кредитної політики і забезпечують чіткий поділ відповідальності за її проведення.

Прозорість грошово-кредитної політики збільшується, оскільки виникає ясність в питанні про те, хто контролює інструменти політики і хто несе в кінцевому рахунку відповідальність за її проведення. Значне число центральних банків інформує громадськість про свої можливості використання інструментів грошово-кредитної політики в річних звітах. Інші

центральні банки роблять це за допомогою офіційного бюлетеня, що направляється в законодавчі органи, а також звітів, публікацій в урядовому віснику або на своєму сайті.

Перерахування інструментів грошово-кредитної політики в законодавстві може створити труднощі для центрального банку, якщо інструментам дається занадто вузьке або дуже жорстке визначення. У міру розвитку фінансових систем регулятор може покладатися на нові інструменти, які відрізняються від тих, що існували під час підготовки і прийняття закону. Якщо законодавство вузько визначає інструменти банк не в змозі скористатися більш ефективним інструментом у якийсь момент в майбутньому. Для того, щоб забезпечити гнучке застосування центральним банком інструментів грошово-кредитної політики, законодавство повинно охоплювати коло потенційно придатних для можливого використання банком інструментів [50, с. 35].

Прямі інструменти означають безпосередній зв'язок між інструментом і операційною метою грошово-кредитної політики. Під «прямими інструментами» розуміють зобов'язання, які повинні виконувати банки або інші учасники фінансового ринку, що знаходяться під юрисдикцією центрального банку.

Застосування «прямих інструментів» можливо завдяки адміністративним повноваженням центрального банку, який може зобов'язати учасників ринку вести себе певним чином.

Використовуючи «прямі інструменти», центральний банк задає або обмежує значення цінової або кількісної змінної, в той час, як «непрямі інструменти» дозволяють впливати на операційну мету опосередковано, через зміну ринкової кон'юнктури. Обмеження можуть носити ціновий характер (обмеження процентних ставок) або кількісний характер (нормування банківських активів). В даний час найбільш часто використовуваних обмеженнями є:

- контроль над процентними ставками (встановлення верхніх і нижніх меж процентних ставок);
- цільові кредити (кредити на певні цілі);
- кредитні зобов'язання (нормування кредитного портфеля банків);
- обов'язкові резервні вимоги;
- нормативи ліквідності.

До 1970-х років більшість центральних банків дотримувалося «прямих інструментів», проте з початку 1980-х років усі вони перейшли на «непрямі інструменти». У 1990-х роках за ними пішли також країни, що розвиваються і держави з перехідною економікою. Перехід на «непрямі інструменти» пояснюється двома причинами. По-перше, він відображає збільшення ролі очікувань учасників фінансового ринку та цінових сигналів в економіці. А по-друге, лібералізація руху капіталу і відкритість національних фінансових систем зробили прямі інструменти малоефективними.

Тим не менш у багатьох країнах, що розвиваються «прямі інструменти» все ще входять в арсенал центрального банку. Їх використання може залишитися актуальним з кількох причин. У слаборозвиненій фінансовій системі «прямі інструменти» дозволяють управляти кредитними агрегатами, розподілом позик і запозичень. «Прямі інструменти – легко аналізувати та оцінювати результати їх використання. У порівнянні з «непрямими інструментами» затрати на них значно нижчі [74, с. 41].

Прямі інструменти завжди залишаються для держави привабливим засобом регулювання і перерозподілу фінансових ресурсів. У країнах з слаборозвинутою фінансовою системою «прямі інструменти» в силу інституційних обмежень часто виступають єдино можливими інструментами центрального банку.

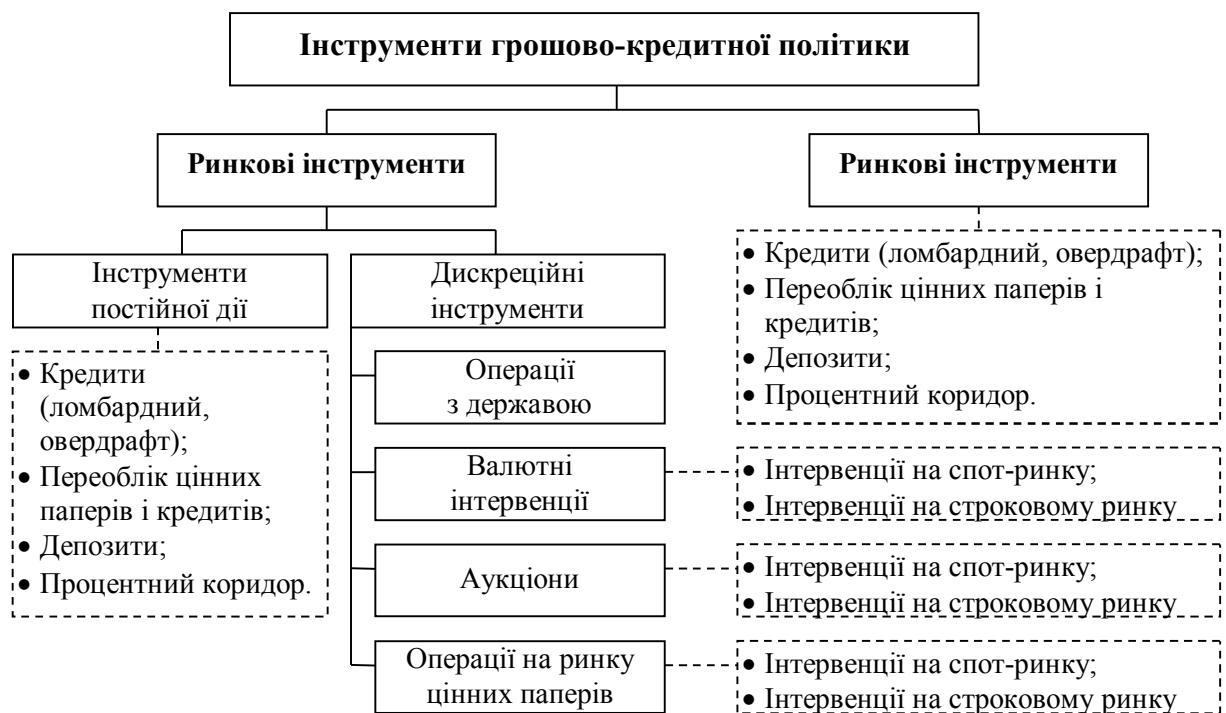
В той же час «прямі інструменти» завжди були і залишаються грубим засобом регулювання економіки. Вони нав'язують фінансовій системі витрати від неефективного розподілу кредитних ресурсів. Кредитні стелі, обмежують обсяг позик, призводять до жорсткості умов кредитування,

обмеження конкуренції у банківському секторі і утруднення виходу на ринок нових банків. Крім того, використання «прямих інструментів» в кінцевому рахунку стимулює пошук обхідних шляхів, що дозволяють уникнути адміністративних обмежень. Це в свою чергу веде до зростання регулюючих бюрократичних процедур та корупції в органах влади. Навіть, якщо «прямі інструменти» є ефективними і їх неможливо обійти, вони сприяють накопиченню надлишкової ліквідності, піддають банки фінансовим репресіям і скорочують активність фінансових посередників. Кредитні ресурси банківського сектора або перерозподіляються на користь пріоритетних субсидійованих галузей, або йдуть в нерегульований чи неофіційний фінансовий сектор економіки. В міру зростання деформацій у фінансовій системі прямі інструменти неминуче втрачають свою ефективність.

Ринкові, або «непрямі інструменти» відрізняються від прямих тим, що банки укладають угоди з центральним банком не з примусу, а з власної ініціативи. Умови угод відповідають ринковій кон'юктурі або заздалегідь оприлюднюються центральним банком. З цими умовами банки можуть або погодитися, або ні. Їх непрямий характер пояснюється тим, що центральний банк впливає на кон'юктуру фінансових ринків з метою зміни поведінки фінансових посередників в потрібному йому напрямку. До «прямим інструментів», які не стримують розвиток банківського сектора, відносять тільки обов'язкові резерви і нормування ліквідності. Під резервними вимогами (обов'язковими резервами) розуміють відрахування банків від обсягу залучених ресурсів на рахунки центрального банку. Близько 70% розвинених країн продовжують використовувати резервні вимоги. Від них відмовилися лише Австралія, Канада, Данія, Нова Зеландія, Норвегія та Швеція. Нормування ліквідності, або вимога ліквідності означає, що банк зобов'язаний певну частку від обсягу залучених ресурсів тримати у ліквідних активах.



Щодо ринкових інструментів грошово-кредитної політики, то в розпорядженні центрального банку їх є набагато більше. Вони можуть бути дискреційними і постійної дії (рис. 1.1). Дискреційні інструменти – це нерегулярні операції центрального банку, які він проводить на власний розсуд для регулювання процентних ставок і ліквідності банківського сектору. Інструменти постійної дії являють собою регулярні операції центрального банку, які він пропонує проводити банкам. І ті й інші покликані надати ліквідність або вилучати її з банківського сектору. Інструменти постійної дії застосовують більше 80% центральних банків країн світу.



**Рис. 1.1 Класифікація інструментів грошово-кредитної політики**

До постійних операцій з надання ліквідності відносять ломбардні кредити та кредити «овердрафт», кредитування під заставу кредитного портфеля банку або векселів висококласних позичальників з реального сектору.

До постійних операцій з вилучення ліквідності відносять депозити, які банки розміщують на рахунках у центральному банку.

На депозитах у центральному банку комерційні банки можуть розмістити надлишкову ліквідність за заздалегідь обумовленою фіксованою

процентною ставкою. У розвинених країнах терміновість депозитів у центральному банку, як правило, не перевищує доби (так звані депозити «овернайт»), а в країнах, що розвиваються – тиждень і більше [42, с. 47].

Дискреційні інструменти переважають в інструментарії центральних банків розвинених країн. В основному вони складаються з операцій на відкритому ринку, які проводяться з банками на добровільній основі. Дискреційні інструменти володіють високою гнучкістю, угоди можна укладати з будь-якою частотою і на необмежений обсяг коштів. Вони включають в себе операції на відкритому ринку і подібні їм операції, а також аукціони. В якості рядового учасника грошового ринку центральний банк може проводити операції на відкритому ринку відповідно до поточної ринкової кон'юнктури, а зокрема такі як::

- купівля або продаж фінансових активів на вторинному ринку;
- укладення угод прямого та зворотного РЕПО;
- проведення валютних інтервенцій на спот-ринку і на строковому ринку (як правило, через валютні свопи).

Операція репо — це кредитна операція, яка здійснюється під заставу цінних паперів. Оскільки купівля (продаж) цінних паперів не проводиться, операція репо обліковується як наданий (отриманий) кредит, а не як актив у вигляді цінних паперів.

Розрізняють два типи операцій репо:

- операція прямого репо — продаж цінних паперів банком з умовою їх викупу в покупця;
- операція зворотного репо — купівля банком цінних паперів з умовою їх наступного продажу продавцю.

Угоди, близькі до операцій на відкритому ринку, проводяться за допомогою аукціонів. За допомогою аукціонів центральний банк може:

- надавати чи отримувати кредити під забезпечення;
- емітувати на первинному ринку власні короткострокові цінні папери або боргові зобов'язання уряду;

- приймати або розміщувати строкові депозити [22, с. 38].

Таким чином, підсумовуючи вищесказане, можна стверджувати, що центральні банки мають досить різноманітний та розгалужений набір методів та інструментів грошово-кредитної політики які дозволяють при правильному та оптимальному їх використанні своєчасно реагувати на наслідки циклічного розвитку економіки.

### **1.3 Інституційно-правові засади проведення грошово-кредитної політики в Україні**

Інституційні основи для проведення грошово-кредитної політики в Україні було започатковано зі створенням у 1991 році власної банківської системи відповідно до Закону України “Про банки і банківську діяльність”. Враховуючи передову світову практику, банківська система створювалася як дворівнева: перший рівень – Національний банк України, другий – комерційні банки.

Цим законом Національний банк України визначався центральним банком республіки та її емісійним центром, а до його функцій зокрема, належало: проведення єдиної державної політики в галузі грошового обігу і кредиту, зміцнення грошової одиниці, організація міжбанківських розрахунків, координація діяльності банківської системи в цілому, визначення курсу національної грошової одиниці щодо валют інших країн тощо.

Водночас Україна, впродовж певного періоду, перебувала у рублевій зоні, не маючи власної грошової одиниці. Тому про проведення незалежної грошово-кредитної політики в Україні можна говорити, починаючи з 16 листопада 1992 року, – з дня введення відповідно до Указу Президента України “Про реформу грошової системи України” від 7 листопада 1992 року єдиного платіжного засобу – українського карбованця, представником якого у готівковому обігу був купон Національного банку України [82, с. 36].

Становлення молоді держави, яке супроводжувалося докорінною зміною засад функціонування суспільства, відбувалося за вкрай складних соціально-економічних умов. Це відповідним чином позначалося і на функціонуванні грошово-кредитного ринку, який є важливою складовою економіки та опосередковує рух товарів і послуг у ній.

Крім об'єктивних економічних проблем, ефективній реалізації грошово-кредитної політики в перші роки незалежності перешкоджала нерозвинутість і слабкість інституційно-правових механізмів її проведення. У суспільстві ще не сформувалося чіткого розуміння ролі та функцій, які має виконувати центральний банк. Натомість, у складних економічних умовах можливість самостійно друкувати гроші багато політиків помилково сприймало чи не як панацею від усіх економічних негараздів.

Реалії, як відомо, довели, що багатство та заможність суспільству можуть забезпечити лише зароблені, а не “намальовані” гроші. Але до цього висновку наше суспільство дійшло не одразу. Тому на початку 90-х років минулого століття Національний банк України працював не стільки як інституція, покликана забезпечувати стабільність грошової одиниці, а здебільшого як емісійний центр.

Достатньо сказати, що в законодавстві того часу не було визначення чітких цілей та пріоритетів діяльності Національного банку України, зокрема, в частині забезпечення стабільності грошової одиниці. Також на законодавчому рівні не було забезпечено незалежність Національного банку України від політичного впливу, не обмежувалося втручання в його діяльність інших органів влади. Відповідно до Конституції УРСР (яка діяла до прийняття у червні 1996 року нового Основного Закону України) Голова Правління Національного банку України за посадою входив до складу Кабінету Міністрів України. Згідно із Законом України “Про банки і банківську діяльність” Основні засади грошово-кредитної політики мали щорічно затверджуватися Верховною Радою України, крім того, її рішеннями

також регламентувалося надання Національним банком кредитів Міністерству фінансів України [22, с. 55].

Відсутність належного інституційно-правового середовища була одним із вагомих чинників того, що діяльність Національного банку України в певний період підпорядковувалася не так стратегічним завданням економічного розвитку, як необхідності вирішення певних кон'юнктурних завдань за рахунок емісійних коштів.

Зокрема, відповідно до рішень Верховної Ради України та Кабінету Міністрів України емісійні кошти в значних обсягах спрямовувалися на підтримку неефективних галузей та підприємств. Водночас економіка потребувала не підтримки за рахунок незабезпеченої емісії, а радикальних заходів структурного реформування.

Введення в обіг незабезпечених грошей на тлі процесів лібералізації цін призвело до значної розбалансованості економіки України, зокрема, гіперінфляції, темпи якої у 1992 році перевищили дві тисячі відсотків, а у 1993 році – десять тисяч відсотків. Враховуючи цей негативний досвід, у суспільстві поступово консолідувалася думка щодо необхідності вдосконалення інституційних засад діяльності центрального банку.

У 1996 році розпочався новий етап розбудови інституційно-правових засад проведення грошово-кредитної політики в Україні. Насамперед із прийняттям 28 червня 1996 року Конституції України було визначено статус гривні як грошової одиниці України. Також у Конституції була визначена основна функція Національного банку України – забезпечення стабільності грошової одиниці. Відповідно до Конституції утворювався також і новий орган – Рада Національного банку України, на який було покладено повноваження щодо розробки Основних засад грошово-кредитної політики та здійснення контролю за її проведенням. Остаточо закладені в Конституції України механізми були конкретизовані і запрацювали після прийняття Закону України “Про Національний банк України” 20 травня 1999 року [42, с. 47].

Зазначені законодавчі зміни були суттєвим кроком до посилення інституційних засад діяльності Національного банку в сфері формування та реалізації грошово-кредитної політики. Адже вони визначили не лише основну функцію Національного банку, а й зробили майже неможливим політично-мотивоване використання інструментів та механізмів центрального банку, зокрема, – емісійних. Отримання Національним банком України незалежного статусу дало йому змогу сконцентрувати зусилля на виконанні своєї головної конституційної функції (рис. 1.2).



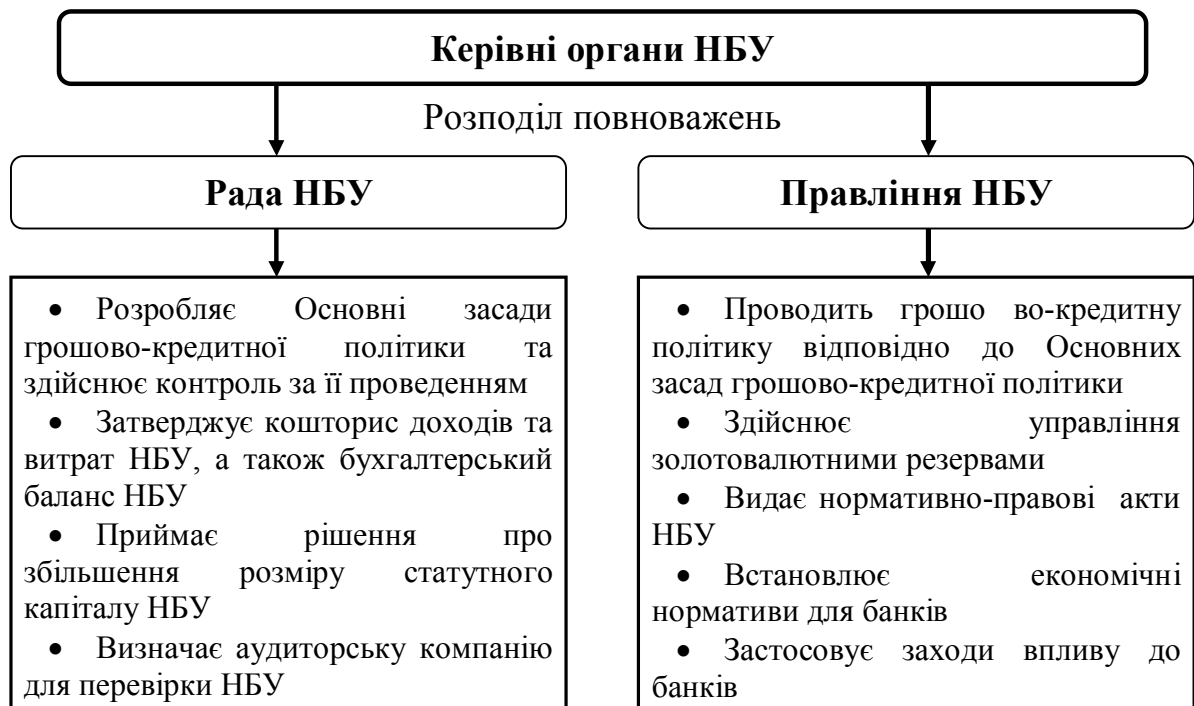
**Рис. 1.2. Схема взаємовідносин Національного банку України з іншими органами влади [82, с. 37]**

Варто зазначити, що незалежність центрального банку не передбачає повної відсутності контролю за його діяльністю з боку інших політичних інститутів. Адже центральному банку, як особливому органу державного управління, делеговані певні функції, виконання яких має бути

підконтрольним та підзвітним суспільству. При цьому слід враховувати, що лише суспільство через політичні органи може встановлювати цілі та завдання для центрального банку.

З другого боку, грошово-кредитна політика є специфічною професійною сферою, що потребує від причетних до її визначення та реалізації осіб наявності глибоких знань та досвіду. За умов недостатньо високого рівня політичної культури нашого суспільства та все ще неповного розуміння функцій і ролі Національного банку України був ризик, що збереження за політичними органами навіть мінімальних повноважень, пов'язаних із впливом на грошово-кредитну політику, може в той чи інший період спричинити негативні наслідки, схожі з тими, які відбувалися на початку 1990-х років.

Створення Ради Національного банку України дало змогу органічно поєднати політичну функцію (визначення цілей і завдань центрального банку та контролю за проведенням грошово-кредитної політики) із професійним підходом (рис. 1.3).



**Рис. 1.3. Розподіл повноважень керівних органів  
Національного банку України [82, с. 38]**

Високий рівень професіоналізму забезпечується шляхом встановлення певних кваліфікаційних вимог та обмежень, яким мають відповідати члени Ради Національного банку України. Передбачене Конституцією України [36] утворення Ради Національного банку на паритетних засадах (однакова кількість її членів призначається Верховною Радою та Президентом України) також збалансовує представництво різних владних інституцій та врівноважує політичний вплив на Національний банк.

Водночас Закон України “Про Національний банк України” чітко розмежував функції Правління та Ради Національного банку України. Зокрема, Правління отримало незалежність щодо прийняття ним оперативних рішень для реалізації Основних засад грошово-кредитної політики [30].

Законом також врегульовано питання взаємовідносин з іншими органами влади, що гарантує їх невтручання в діяльність Національного банку. Зокрема, визначено, що Національний банк підтримує економічну політику Кабінету Міністрів України лише якщо це не суперечить забезпеченню стабільності грошової одиниці України.

Така інституційно-правова основа діяльності Національного банку здебільшого діє й сьогодні та убезпечує від необґрунтованого використання “друкарського верстата” для вирішення короткострокових кон’юнктурних проблем за рахунок стабільності гривні.

У періоди погіршення економічного стану в країні на жаль, інколи робляться спроби повернутися до “апробованого” на початку 1990-х років методу “підвищення добробуту”. Зокрема, в період нещодавньої фінансово-економічної кризи були намагання шляхом ухвалення законів покласти на Національний банк України виконання невластивих йому функцій, зміст яких полягав у використанні емісійних механізмів як для фінансування державних видатків, так і для інших цілей (фінансування будівництва, сільського господарства). В цьому контексті варто згадати окремі статті Закону України “Про Державний бюджет України на 2009 рік”. Так, стаття 84 зазначеного



закону зобов'язувала Національний банк здійснювати викуп державних облігацій за їх номінальною вартістю протягом трьох банківських днів з дня надходження пропозиції щодо їх викупу від банків. Відповідно до статті 86 Національний банк мав узгоджувати порядок надання кредитів рефінансування з Кабінетом Міністрів України [82, с. 37].

Одночасно з погіршенням стану державних фінансів посилювався політичний тиск на Національний банк і робилися спроби безпідставно змістити його Голову.

Такий негативний досвід унаочнив необхідність подальшого посилення інституційно-правової бази проведення грошово-кредитної політики з метою недопущення в подальшому політичних спекуляцій щодо діяльності Національного банку України.

Зважаючи на це, одним із зобов'язань, які Україна взяла на себе в рамках заходів соціально-економічної політики, відповідно до спільної з Міжнародним валютним фондом програми “Стенд-бай”, було внесення змін до Закону України “Про Національний банк України” з метою посилення інституційних засад його діяльності.

Зміни до Закону України “Про Національний банк України” готувалися згідно з рекомендаціями Міжнародного валютного фонду, а отже, якість цього законодавчого документа належним чином оцінена міжнародною спільнотою. Відповідне законодавче рішення було ухвалене Верховною Радою України 9 липня 2010 року. Зміни уточнюють цілі та пріоритети грошово-кредитної політики.

По-перше, визначено чітку ієрархію цілей Національного банку при виконанні ним основної конституційної функції щодо забезпечення стабільності гривні. Головним пріоритетом діяльності Національного банку України визначено досягнення та підтримку цінової стабільності в державі. Це фактично означає перехід до монетарного режиму, що ґрунтується на ціновій стабільності.

Законом також було вдосконалено визначення поняття “цінова стабільність” шляхом акцентування уваги на середньостроковій перспективі (від 3 до 5 років) підтримання низьких темпів споживчої інфляції. Це означає, що допускається певне відхилення динаміки інфляції від визначеного тренду в разі структурних змін в економіці та приведення окремих цін і тарифів у відповідність до ринкових рівнів. Утім, таке тимчасове відхилення не повинно впливати на досягнення визначених середньострокових інфляційних орієнтирів.

Другою за пріоритетністю ціллю законодавством визначено сприяння стабільності банківської системи. Це завдання перебуває в руслі загальносвітової тенденції з надання центральним банкам повноважень у сфері фінансової стабільності й розвитку фінансових ринків.

Третьою за пріоритетністю ціллю Національного банку України визначено сприяння забезпеченню стійких темпів економічного зростання та підтримку економічної політики уряду.

По-друге, посилення засад та процедур щодо звільнення, кваліфікаційних вимог та критеріїв незаангажованості членів керівних органів суттєво зменшило можливості політичного тиску на діяльність Національного банку.

Одним із недоліків попередньої редакції Закону України “Про Національний банк України” була відсутність чітких критеріїв щодо звільнення з посади Голови Національного банку, що потенційно призводило до появи політичного тиску на діяльність установи. Цей недолік було усунуто завдяки наведенню в новій редакції закону вичерпного переліку випадків, у яких Голова Національного банку може бути звільнений з посади. Також строк його повноважень було подовжено з 5 до 7 років, що дало змогу уникнути синхронності з циклом обрання Президента України.

Були визначені чіткі кваліфікаційні критерії та зафіксоване положення щодо неможливості суміщення посади з представницьким мандатом для членів керівних органів Національного банку України.

Запровадження нової правової бази проведення грошово-кредитної політики призвело до відповідних структурних змін у Національному банку України. Зважаючи на визначення пріоритету цінової стабільності при забезпеченні Національним банком стабільності гривні, валютний курс набув статусу одного з інструментів для досягнення інфляційних орієнтирів [82, с. 39].

З урахуванням цього, на базі Департаменту монетарної політики та Департаменту валютного регулювання утворено Генеральний департамент грошово-кредитної політики, який отримав повноваження щодо регулювання всіх сегментів грошово-кредитного ринку. У цілому сформована інституційно-правова база проведення грошово-кредитної політики в Україні на сьогодні відповідає кращій практиці центральних банків провідних країн Європи та дає змогу на належному рівні забезпечувати виконання функції щодо забезпечення стабільності грошової одиниці України.

## ВИСНОВКИ ДО РОЗДІЛУ 1

1. Виходячи з аналізу різних науково-теоретичних підходів до визначення сутності монетарного регулювання та, враховуючи практичні аспекти ведення монетарної політики, запропоновано розглядати грошово-кредитне регулювання насамперед, як систему заходів у царині грошового обігу та кредиту, які спрямовуються на регулювання процентної ставки, норм обов'язкового резервування, операцій з цінними паперами на відкритому ринку, імпорту та експорту капіталу, рефінансування банківських установ, золотовалютних резервів. Вплив таких заходів має забезпечувати постійний економічний розвиток, ефективну зайнятість, недопущення розвитку інфляційних процесів, врівноваження платіжного балансу країни.

2. Визначено основні принципи (адекватність, гнучкість, систематичність) та напрямки грошово-кредитного регулювання, а саме: контроль над банківською системою з метою зміцнення її ліквідності, тобто здатності своєчасно покривати вимоги вкладників; управління державним боргом в умовах бюджетного дефіциту, великого зростання державної заборгованості, коли збільшується вплив державного кредиту на ринок позичкових капіталів; регулювання обсягів кредитних операцій та грошової емісії застосовується з метою впливу на господарську діяльність суб'єктів ринку.

3. На основі аналізу теоретичних підходів до методів грошово-кредитного регулювання зроблено висновок, що на різних етапах економічного розвитку доцільно застосовувати різні методи монетарного регулювання, а основним його завданням має бути пом'якшення або профілактика протиріч ринкового механізму. В умовах розвинутої та нормально функціонуючої економіки використання грошово-кредитного регулювання має зводитися до максимально можливої синхронізації економічних процесів. В умовах же серйозних проблем в економіці країни непрямих методів монетарного регулювання може виявитися недостатньо, і вони мають бути доповнені прямим регулюванням з боку держави. Для підвищення дієвості грошово-кредитного регулювання важливим є комплексне та раціональне застосування принципів і монетаристської, і кейнсіанської теорій монетарного регулювання.

4. В процесі дослідження теоретичних основ грошово-кредитної політики, визначено, що методи грошово-кредитної політики – це сукупність прийомів і операцій, за допомогою яких суб'єкти грошово-кредитної політики впливають на об'єкти для досягнення поставлених цілей. Дані методи поділяються на прямі методи (адміністративні заходи у формі різних директив центрального банку, що стосуються обсягу грошової пропозиції та ціни на фінансовому ринку) та непрямі (впливають на мотивацію поведінки господарюючих суб'єктів за допомогою ринкових механізмів, мають більший часовий лаг, наслідки їх застосування менш передбачувані, ніж при використанні прямих методів). Загальні методи є переважно непрямими, що роблять вплив на грошовий ринок в цілому. Селективні методи регулюють конкретні види кредиту і носять в основному директивний характер.

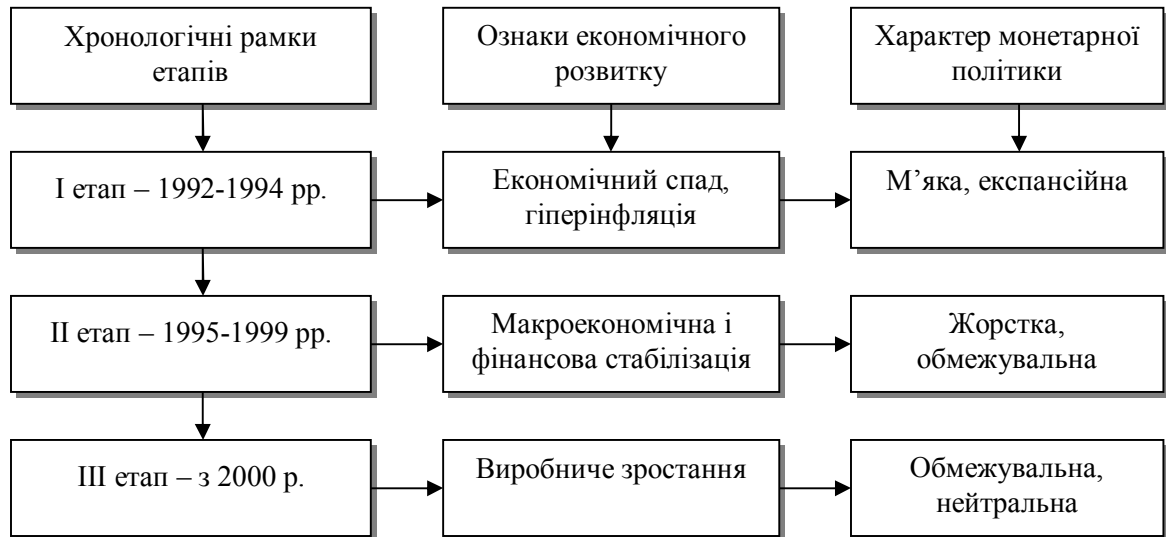
5. Аналізуючи історію становлення і розвитку Національного банку України було встановлено, що його формування відбувалося під впливом процесів становлення держави Україна. В процесі свого розвитку Національний банк України пройшов від емісійного центру до розвинутого центрального банку з розгалуженим механізмом методів та інструментів грошово-кредитної політики, а інституційно-правова база проведення грошово-кредитної політики в Україні на сьогодні відповідає кращій практиці центральних банків провідних країн Європи та дає змогу на належному рівні забезпечувати виконання функції щодо забезпечення стабільності грошової одиниці України.

## РОЗДІЛ 2

### АНАЛІЗ СУЧАСНИХ МЕТОДІВ ГРОШОВО-КРЕДИТНОГО РЕГУЛЮВАННЯ ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ

#### 2.1. Еволюція грошово-кредитної політики Національного банку України

Оцінка вітчизняного досвіду реалізації грошово-кредитної політики дозволяє умовно поділити його на три основні етапи, які розрізняються між собою за ступенем жорсткості і цільовим спрямуванням монетарного регулювання (рис. 2.1).



**Рис. 2.1. Етапи реалізації монетарної політики в Україні [26, с 9]**

Так, на першому етапі (1992-1994 рр.) було взято курс на стимулювання розвитку вітчизняного виробництва і підтримання соціальної сфери на рівні, що був встановлений ще за умов адміністративно-командної економіки. Іншими словами, за стратегічну мету грошово-кредитної політики одразу було взято стимулювання економічного росту без попередньої фінансової стабілізації й приборкання інфляції. Арсенал практичних заходів Національного банку України, що використовувався для досягнення зазначеної цілі, за своїм змістом був ще далеким від ринкового, позаяк включав пряме кредитування бюджетних витрат, централізований розподіл

кредитних ресурсів, надання пільгових кредитів пріоритетним галузям та окремим державним підприємствам. Застосовувалась практика фінансування Національним банком дефіциту бюджету, яка за своєю суттю була прямим кредитуванням уряду. Результатом такої політики став економічний спад, зниження рівня інвестицій та обсягів товарообороту, а також знецінення національної валюти (табл. 2.1).

**Таблиця 2.1**

**Економічний розвиток України на I етапі реалізації монетарної політики**

ПОКАЗНИКИ	1992р.	1993р.	1994р.
Грошова маса в обігу, млн. грн.	25	482	3216
Темпи зростання грошової маси до попереднього періоду	11 р.	19 р.	7 р.
Індекс споживчих цін, %	2100	10256	501
Облікова ставка НБУ, %	80,0	240,0	252,0
Процентні ставки банків за кредитами в національній валюті, %	76,0	221,1	201,7
Кредитні вкладення банків в економіку, млн. грн.	27	406	1558
Інвестиції в основний капітал, % до попереднього року	63,1	89,6	77,5
ВВП у порівнянних цінах, % до попереднього року	90,1	85,8	77,1
Роздрібний товарооборот, % до попереднього року	82,0	65,0	86,4
Девальвація карбованця щодо долара США, %	-	-1870	-726

Джерело: Бюлетень НБУ. – 2007. – №7. – с. 60, 72, 78, 80, 84.

За таких умов реалізація в Україні на першому етапі перехідного періоду протягом 1992-1994 рр. ліберальної грошово-кредитної політики сприяла вливанню значних обсягів емісійних коштів в економіку, котрі, не маючи адекватного товарного забезпечення, руйнували цінові пропорції та призводили до гіперінфляції.

У результаті «втечі від грошей», які швидко втрачали свою вартість, значні фінансові потоки спрямовувались на валютний ринок, що призводило до різкого зростання обмінного курсу іноземної валюти і знецінення національної. При цьому лібералізація цін не призвела до створення надійного підґрунтя для структурної перебудови економіки, позаяк доходи працівників у різних галузях економіки перевищували зростання продуктивності праці. А наявна у той період спіраль «зарплата – ціни» стала

потужним генератором інфляційних процесів, адже головною причиною інфляції завжди є перевищення загальної суми усіх грошових доходів населення над створеною в процесі виробництва загальною сумою вартості товарної маси і платних послуг.

Експансіоністський характер грошово-кредитного регулювання набув конкретного вираження у зростанні кредитних вливань центрального банку в економіку через бюджет і державний сектор (хоча власне «кредитними» їх назвати важко, враховуючи фактичну безповоротність потоку ресурсів та низьку ефективність їхнього використання). Так, за 1992 рік обсяги кредитів, наданих Національним банком уряду, збільшилися у 34 рази, за 1993 рік – у 7 разів, а за 1994 рік – в 11 разів. Значні кредити було надано також вугледобувній галузі, агропромислового комплексу і на поповнення оборотних коштів підприємств.

Загалом кінцеві результати указаної політики виявилися протилежними до очікуваних. Значне зростання обсягів грошової маси (за 1992 р. – в 11 разів, за 1993 р. – у 19 разів, за 1994 р. – у 7 разів) стимулювало різке зростання цін, індекс яких у відповідні періоди становив 2100%, 10256% і 501%. У кінцевому підсумку кредитна підтримка збиткових підприємств нарівні з надмірним державним споживанням об'єктивно виявили гальмівний вплив на можливості структурної перебудови економіки і розвитку виробництва. Натомість попри величезне зростання грошової маси в обігу в 1993 р. (1928%) наступного року було зафіксовано найбільший за всю новітню історію України виробничий спад – майже 23% [56].

Нарощування темпів гіперінфляції до рівня понад 50% на місяць стало одним із наслідків помилкового обрання пріоритетів серед стратегічних цілей грошово-кредитного регулювання через нерозуміння неможливості досягнення економічного зростання без забезпечення стабільності національної валюти. Із усвідомлення цієї істини й обрання в якості пріоритетної мети досягнення цінової стабілізації бере свій відлік вже по суті другий етап у реалізації монетарної політики.



На другому етапі (1995-1999 рр.) у якості стратегічної мети грошово-кредитного регулювання Національним банком України було взято курс на подолання гіперінфляції, що в кінцевому підсумку призвело до уповільнення темпів економічного спаду та обмеження руйнівних процесів знецінення національних грошей, що було необхідною умовою поступового нарощування інвестиційної активності як ключової засади стимулювання економічного росту (табл. 2.2).

Таблиця 2.2

**Економічний розвиток України на II етапі реалізації монетарної політики**

ПОКАЗНИКИ	1995р.	1996р.	1997р.	1998р.	1999р.
Грошова маса в обігу, млн. грн.	6930	9364	12541	15705	22070
Темпи зростання грошової маси до попереднього періоду, %	213	135	134	125	141
Індекс споживчих цін, %	282	140	110	120	119
Облікова ставка НБУ, %	110,0	40,0	35,0	60,0	45,0
Процентні ставки банків за кредитами в національній валюті, %	107,4	77,0	49,1	54,5	53,4
Кредитні вкладення банків в економіку, млн. грн.	4078	5452	7295	8873	11787
Інвестиції в основний капітал, % до попереднього року	71,5	78,0	91,2	106,1	100,4
ВВП у порівнянних цінах, % до попереднього року	87,8	90,0	97,0	98,1	99,8
Роздрібний товарооборот, % до попереднього року	86,1	94,9	100,2	93,4	92,9
Рівень монетизації, %	9,3	11,5	13,4	15,3	16,9
Девальвація гривні щодо долара США, %	-72	-5	-1	-80	-52

Джерело: Бюлетень НБУ.—2007. — №7. — с. 60, 72, 78, 80-81.

Для цього було вжито певних заходів щодо обмеження темпів зростання грошової маси, підвищення процентних ставок, встановлення «стель» за кредитами, запровадження кредитних аукціонів. У цей період антиінфляційна спрямованість монетарної політики Національного банку України набула послідовного характеру й засновувалась на таких засадах, як:

- запровадження практики обов'язкового резервування для валютних депозитів, що є умовою зниження надлишкової ліквідності комерційних

банків;

- встановлення порядку, згідно якого комерційні банки зобов'язані коригувати власні процентні ставки відповідно до змін облікової ставки НБУ, яка у свою чергу коригується до темпів зростання цін, що дозволило вивести процентні ставки банківської системи на позитивний рівень, стимулюючи заощадження;

- використання державних цінних паперів як інструмента фінансування дефіциту бюджету шляхом мобілізації тимчасово вільних коштів суб'єктів ринку;

- введення ломбардного кредитування комерційних банків під заставу облігацій внутрішньої державної позики;

- лібералізація і децентралізація валютного ринку, відновлення торгів на УМВБ та на міжбанківському валютному ринку, встановлення обмінного курсу під впливом попиту і пропозиції, проведення валютних інтервенцій для підтримання стабільного курсу карбованця;

- оптимізація структури кредитів, наданих Національним банком України, шляхом зниження частки прямих кредитів уряду на покриття дефіциту державного бюджету (з 77,2% у 1995 р. до 13,9% у 1996 р.) та відповідно збільшення рефінансування комерційних банків (з 8,5% у 1995 р. до 21,9% у 1996 р.).

Реалізація указаних обмежувальних заходів дозволила суттєво знизити темпи зростання грошової маси в обігу – якщо в 1994 р. грошова маса зросла у 7 разів, то в 1995 р. – вже у 2,1 рази, а в 1996 р. – лише в 1,3 рази. У результаті було досягнуто істотних позитивних зрушень і у динаміці інфляції, темпи якої набули стійкої тенденції до зниження як упродовж 1995 року, так і в 1996 році (див. табл. 1.2).

У 1996 році теми інфляції знизились у 4,5 рази порівняно з попереднім роком – із 181,6% до 39,7%. Стабілізація макроекономічної ситуації в Україні в 1996 році дозволила створити реальні передумови для проведення грошової реформи, яку було здійснено шляхом зміни масштабу цін і запровадження

національної валюти – гривні – замість тимчасової грошової одиниці – українського карбованця [26, с. 10-14].

І у наступні два роки Національним банком було продовжено реалізацію монетарної політики, орієнтованої на макроекономічну стабілізацію. При цьому відповідні заходи грошово-кредитного регулювання у розвиток наведених вище включали:

- забезпечення кількісного контролю за динамікою грошової маси шляхом встановлення межі її приросту;
- відмову від прямого кредитування дефіциту державного бюджету;
- збільшення частки кредитної емісії, спрямованої на рефінансування комерційних банків;
- дотримання позитивного рівня облікової ставки НБУ щодо темпів зростання цін.

Указані заходи сприяли подальшому зниженню темпів інфляції – з 40% у 1996 р. до 10% у 1997 р. І навіть в умовах фінансової кризи 1998 р. оперативність Національного банку у застосуванні певних рестрикційних методів грошово-кредитної політики (підвищення норм обов'язкового резервування і облікової ставки, регулятивні заходи на валютному ринку, спрямовані на зниження попиту, рекомендації з обмеження кредитних операцій) не дозволила інфляційним процесам вийти з під контролю, внаслідок чого річні темпи інфляції і в 1998 р. і в 1999 р. склали 20%, що загалом може засвідчувати певне підвищення дієвості грошово-кредитних важелів регулювання економіки порівняно із попереднім періодом [56].

На **третьому етапі (2000-2008 рр.)** спостерігається перехід української економіки починаючи із 2000-2001 рр. у фазу зростання, що також можна до деякої міри вважати результатом певної лібералізації монетарної політики Національного банку України. Її заходи, зокрема, передбачали: зниження і встановлення диференційованих норм мінімальних обов'язкових резервів, зниження облікової ставки, збільшення обсягів рефінансування тощо. Як наслідок, обсяг кредитних вкладень в економіку комерційних банків України

зріс із 19,5 млрд. грн. у 2000 р. до 245 млрд. грн. у 2006 р., тобто практично у 12 разів [56].

Як наслідок, істотно збільшився коефіцієнт монетизації економіки, який упродовж 2007-2010 рр. складав близько 50%. Фактично йдеться про процес ремонетизації національного господарства, що у поєднанні із відповідними структурними змінами у реальному секторі, підвищенням продуктивності праці, залучення інвестицій та за умови ефективного функціонування банківської системи істотно сприяє зростанню реального ВВП. Цьому процесу також сприяло поступове відновлення ролі капіталомістких галузей (металургія, машинобудування) у структурі економічного зростання, що зумовлювало більший попит на кредити з відповідним збільшенням потреби в платіжних засобах для обслуговування обороту ВВП.

Зростання коефіцієнта монетизації свідчить про те, що національна валюта поступово посилює свої позиції з точки зору виконання нею класичних грошових функцій – в якості міри вартості, засобу платежу та засобу нагромадження. Однак при цьому потрібно пам'ятати, що лише за умови незначних інфляційних очікувань перевищення темпів зростання грошової маси над темпами росту цін сприятиме подальшому стійкому зростанню економіки. Якщо ж інфляційні процеси вийдуть з під контролю (приміром, через політичну нестабільність, ріст цін на імпортовані товари тощо), то існуюча «грошова навеса» може самим руйнівним чином позначитися на стані грошового обігу в країні і підірвати довіру до національних грошей.

Крім того, достатньо негативним моментом продовжує залишатися значна частка готівки у структурі грошової маси (близько 28-30% у 2009-2011 рр.), що спричинено дією кількох головних факторів: по-перше, недостатній рівень розвитку системи масових безготівкових розрахунків; по-друге, низький рівень довіри до банківської системи як надійного фінансового посередника і прагнення суб'єктів ринку здійснювати грошові платежі поза банками; по-третє, значна питома вага тіньового сектора у

структурі економіки, грошовий оборот якого відбувається поза банківською системою.

Значна частка готівки у структурі грошової маси послаблює дію інструментів грошово-кредитної політики і ускладнює контроль за агрегатами грошової маси, унаслідок чого монетарна політика втрачає свою ефективність. Тому поліпшення структури грошової маси має бути одним із пріоритетів діяльності Національного банку України.

Разом із тим, потрібно розуміти, що за умов стабілізації темпів інфляції подальше проведення жорсткої монетарної політики може стати фактором гальмування економічного росту. Дана проблема постає з особливою гостротою з огляду на недостатню дієвість основних трьох класичних ринкових інструментів грошово-кредитного регулювання економіки: політики обов'язкових резервів, операцій на відкритому ринку та політики облікової ставки. Це виявляється у наступному.

**Перше.** Політика обов'язкових резервів уже сягнула граничних меж ефективності використання, що пов'язано із порівняно низькими нормами резервування, які не справляють стимулюючий чи дестимулюючий вплив на кредитну активність банківських установ, а також із наявністю у них значних обсягів вторинних резервів, що істотно підвищує ліквідність банків та робить їх спроможними практично не реагувати на будь-які зміни резервної політики НБУ. Відтак зміна величини резервних коштів банків практично не впливає а ні на динаміку готівкової маси в обігу, а ні на кредитну активність банків.

**Друге.** Активне провадження операцій на відкритому ринку є неможливим з огляду на порівняно незначні масштаби ринку державних запозичень, що є наслідком фінансової кризи 1998 і 2008 рр. та не дозволяє Національному банку України широко використовувати купівлю-продаж державних цінних паперів саме як інструмент управління ліквідністю комерційних банків. Масштаби здійснюваних НБУ операцій із розміщення державних цінних паперів на відкритому ринку не йдуть ні в яке порівняння

навіть із обсягами міжбанківського кредитування. А між тим у розвинутих економіках це чи не найголовніший інструмент монетарного регулювання центрального банку [42, с. 63-65].

**Третє.** Що ж стосується політики облікової ставки, то її дієвість є вкрай незначною, що визначається двома наступними обставинами:

По-перше, негативний стосовно темпів інфляції рівень. Так, за результатами першої половини 2006 року, коли інфляційна динаміка не викликала занепокоєння, облікова ставка у червні була знижена з 9,5 до 8,5% як сигнал про послаблення монетарної політики. Однак за результатами 10 місяців, коли темпи інфляції в жовтні сягнули 8,7%, її із незрозумілих причин не переглянули, а відтак за рік вийшов негативний результат (і це попри те, що сам Національний банк України у своєму положенні про процентну політику визначає необхідність її позитивного стосовно темпів інфляції рівня). Така ж ситуація спостерігалася і у наступних 2008-2011 рр.

По-друге, незначні обсяги кредитування комерційних банків з боку Національного банку України, а облікова ставка є по суті ціною таких кредитів. Достатньо зазначити лише той факт, що частка кредитів, наданих банкам, у загальній структурі активів балансу Національного банку становить всього 1%. Тому облікова ставка виступає нині радше лише індикатором намірів НБУ, а не реальним інструментом впливу на грошовий ринок [65, с. 48-49].

У той же час якщо розглядати ту ж саму структуру активів балансу Національного банку України, то неважко помітити, що понад 80% його вкладень становлять міжнародні резерви. Це свідчить про той факт, що нині головним і найбільш дієвим інструментом монетарної політики залишаються операції НБУ на внутрішньому валютному ринку, котрі через механізм інтервенцій забезпечують вплив на динаміку обмінного курсу національної валюти.

Вже сьогодні фактично усі готівкові гроші є забезпечені офіційними золотовалютними резервами Національного банку України.

Величина офіційних золотовалютних резервів НБУ в гривневому еквіваленті нині вже на 15% більша за величину грошової бази та у 1,5 рази перевищує загальний обсяг готівки, що перебуває в обігу. У результаті на сьогодні ми маємо ситуацію, коли розширення грошової пропозиції відбувається передусім за рахунок зростання міжнародних резервних активів Національного банку, а не внутрішніх активів (наприклад, кредитів комерційним банкам). По суті це є платою за режим фіксованого валютного курсу, що проводиться нині де факто як основа монетарної політики, хоча де юра Національним банком України проголошено режим плаваючого валютного курсу.

Те, що саме валютно-курсова політика сьогодні залишається головним інструментом реалізації монетарної політики Національного банку є цілком природно, адже структура української економіки нині є такою, що сукупний зовнішньоекономічний оборот перевищує обсяги ВВП країни. За таких обставин особливо гостро постає проблема правильного вибору найбільш оптимального цільового орієнтира монетарної політики, що передбачає дії центрального банку із таргетування одного із трьох основних макроекономічних параметрів: грошової маси, рівня інфляції або валютного курсу. Це передбачає можливість використання одного із трьох основних режимів монетарної політики:

*1) Монетарне таргетування*, що спрямовано на підтримання заздалегідь визначеного рівня грошової маси в обігу з метою забезпечення стабільного попиту на гроші з боку суспільства.

*2) Валютне таргетування*, що передбачає підтримку стабільності обмінного курсу національної валюти відносно певної іноземної валюти або кошика валют.

*3) Інфляційне таргетування*, що означає обрання певного рівня інфляції, який необхідно утримувати за допомогою засобів монетарної політики.

Однак за низького рівня дієвості основних інструментів монетарної політики, про що йшлося вище, доволі передчасними видаються заклики

провідних науковців та й самого Національного банку України щодо необхідності переходу до режиму інфляційного таргетування. Як зазначається в «Основних засадах грошово-кредитної політики на 2007 рік», у перспективі Національний банк орієнтується на необхідність поступового переходу до монетарного режиму, що базується на цінній стабільності, тобто на інфляційне таргетування (до речі така необхідність проголошується Національним банком мало не щороку). Проте цілком очевидно, що на сьогодні для такого переходу ще немає об'єктивних передумов. За визначенням самого НБУ, остаточному переходу до використання інфляційного орієнтира як головної цілі грошово-кредитної політики має передувати певний перехідний період, що передбачає створення низки макроекономічних, фінансових та інституційних умов, серед яких макроекономічна та фінансова збалансованість, поступовий перехід до режиму вільного плавання обмінного курсу, достатній розвиток ринку цінних паперів, трансмісійних механізмів, комунікації центрального банку із суб'єктами господарювання і населенням [25, с. 296].

Насправді, перехід до політики таргетування інфляції на сьогодні є практично неможливим із-за значної ролі регульованих цін, котрі перебувають за межами впливу Національного банку України у формуванні індексу споживчих цін, у зв'язку із чим планові показники інфляції, як правило, не виконуються.

Виходячи із викладеного вище, можна дійти висновку, що Національний банк нині не може і не повинен відмовлятися від політики керованого плавання валютного курсу враховуючи ряд причин:

- може істотно зміцнити гривня, що негативно позначиться на стані вітчизняної промисловості;
- різка відмова від керованого плавання може зумовити зміну привабливості активів, номінованих в іноземній валюті;
- коливання обмінного курсу негативно позначаться на динаміці внутрішніх цін через вплив імпортованої інфляції.



Тому на даному етапі суспільного розвитку Національний банк України не може відмовитися від валютного таргетування власне як режиму монетарної політики. Попри усі недоліки фіксованих валютних курсів вони залишаються одним із засадничих елементів світової валютної системи. Незрозуміло, наприклад, чому попри заклики до лібералізації валютних режимів в інших країнах у самому Євросоюзі однією із умов участі в євросоні є підтримання фіксованого курсу національної валюти відносно євро у граничних межах відхилень  $\pm 15\%$  [65, с. 53].

Виключно монетарні засоби боротьби із інфляцією негативно позначаються і на економічному зростанні. Якщо при загальному збільшенні цін зростає випуск продукції, то не зовсім зрозуміло, який саме рівень інфляції в Україні слід вважати оптимальним. З точки зору центрального банку, для сучасного стану економіки України адекватним є рівень інфляції в «однознаковому» вимірі. Це дає можливість поєднувати вирішення завдань підтримання динамічного розвитку і структурної перебудови економіки з підвищенням життєвого рівня і добробуту населення. Проте сам же Національний банк визнає, що основними чинниками інфляційних процесів і їх високої волатильності залишаються немонетарні фактори, які перебувають поза впливом заходів грошово-кредитної політики і належать до компетенції уряду. З іншого боку, якщо під ціновою стабільністю, на яку пропонують орієнтуватися при запровадженні режиму інфляційного таргетування, розуміти приріст споживчих цін в межах однозначного числа, то доведеться констатувати, що в Україні протягом останніх кількох років вже мала місце цінова стабільність (якщо слідувати даним офіційної статистики про коливання інфляції біля 10%). Однак саме динаміка цін на споживчому ринку, а також тарифів на послуги за цей період свідчить про зворотне.

## **2.2. Грошово-кредитне регулювання в умовах нестабільності на фінансових ринках**

Одними із індикаторів, які дозволяють оцінити ефективність монетарного регулювання в тій чи іншій державі є кризові явища в економіці. В наш час саме таким індикатором виступає світова фінансово-економічна криза, яка вимагає від центральні банків та урядів країн використовувати весь спектр монетарних інструментів ринкового та адміністративного характеру з метою досягнення макроекономічної стабілізації.

Найдієвішим інструментом монетарного регулювання провідних центральних банків світу виступають процентні ставки, рівень і структуру яких центральні банки регулюють такими двома способами:

- через пряме встановлення ставок за кредитами центрального банку під час проведення різних видів операцій рефінансування, у тому числі й шляхом встановлення облікової ставки;
- через контроль за окремими ставками кредитних установ.

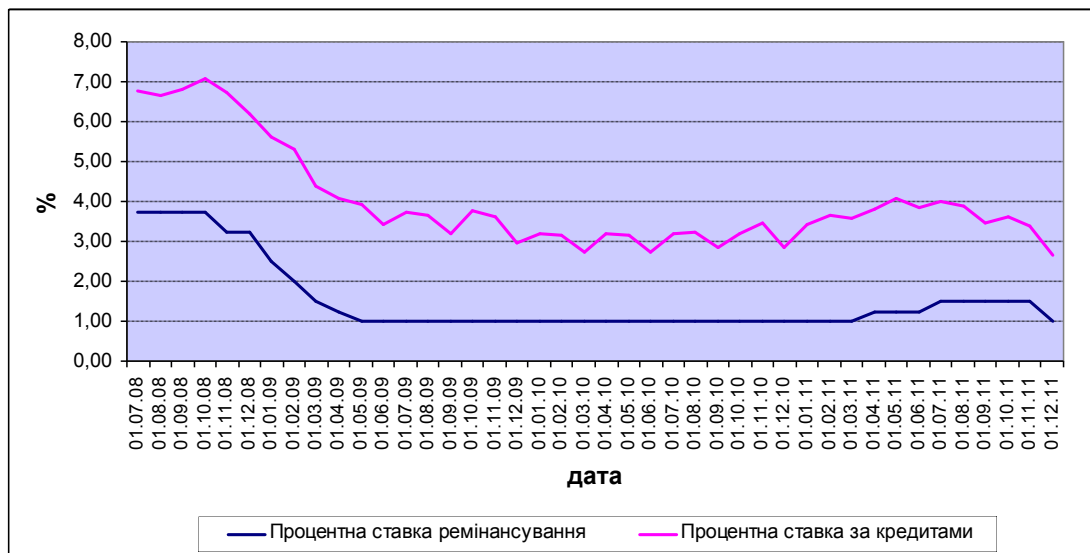
У першому випадку вплив регулювальних заходів має більш загальний характер: центральний банк, установлюючи офіційний розмір ставки за кредит за своїми операціями, визначає і вартість залучення банками ресурсів. Чим вищий розмір визначеної процентної ставки, тим вищою буде вартість фінансування банківських операцій і тим меншим – попит на кредит і реальні обсяги грошової маси в обігу.

У другому випадку вплив регулювальних заходів має вузький характер: за його допомогою визначається вартість окремих видів кредитів.

У практичній діяльності залежність між ставками за кредитами центрального банку банкам і банківських установ суб'єктам ринку набуває форми стабільного співвідношення [18, с. 13].

Розглянемо застосування даного інструменту в практичній діяльності Європейського Центрального Банку (ЄЦБ), Федеральної резервної системи США (ФРС) та Національного банку України (НБУ).

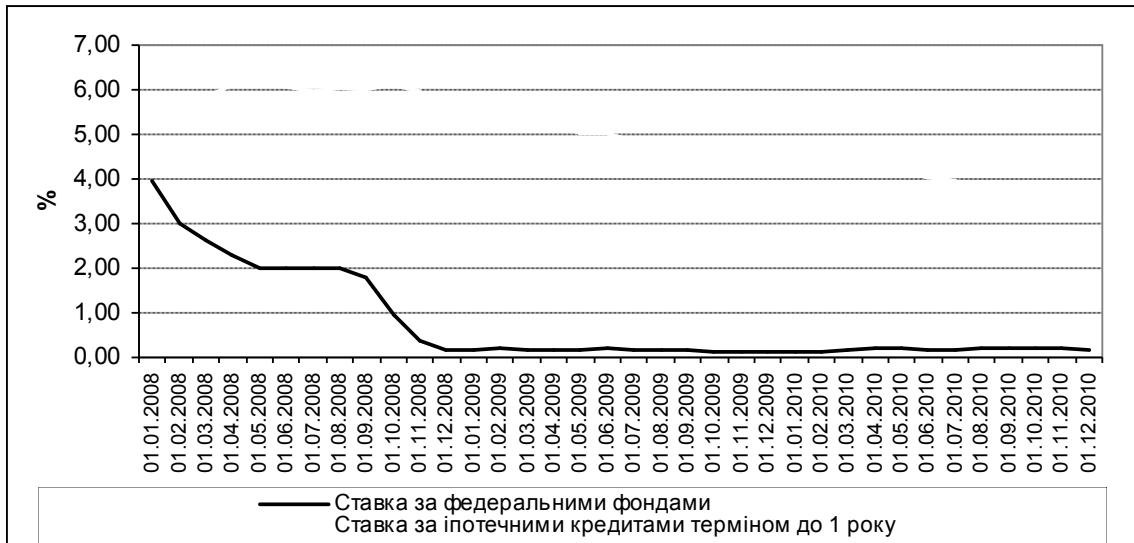
Так, ослаблення світової торгівлі, зниження споживчої впевненості та невизначеність щодо стійкості фінансових інститутів стали визначальними факторами економічного розвитку. Зниження у 2008 році зростання ВВП до 0,5% в порівнянні з рівнем 2,9%. Зростання цін, у червні та липні 2008 р. сягав 4% в порівнянні з аналогічним періодом попереднього року, до літа 2009 р. став негативним: -0,1% у червні та -0,6% в липні змусувало ЄЦБ відреагувати на ситуацію, що склалася агресивним зниженням ключових процентних ставок, трансформацією механізму управління ліквідністю і переходом до політики кредитного пом'якшення. Очікування подальшого уповільнення економічного розвитку елімінувати ризики підвищення інфляції, що дозволило ЄЦБ в період з жовтня 2008 р. по травень 2009 р. знизити ставку рефінансування на 3,25 процентного пункту до 1% (рис. 2.2).



**Рис. 2.2. Динамікам основної процентної ставки рефінансування та середньозваженої ставки за кредитами комерційних банків Євросоюзу [55]**

Як видно з рис. 2.2, вплив зміни ставки рефінансування ЄЦБ через певний часовий лаг (до 3 місяців) впливають на зміну процентної ставки комерційних банків за кредитами суб'єктам економіки, в даному випадку зниження ставки рефінансування призвело до зниження ставок за кредитами комерційних банків.

Ще одним яскравим прикладом, що відображає дієвість процентної політики є рівень процентної ставки за федеральними фондами ФРС США в період світової фінансово-економічної кризи (рис. 2.3).



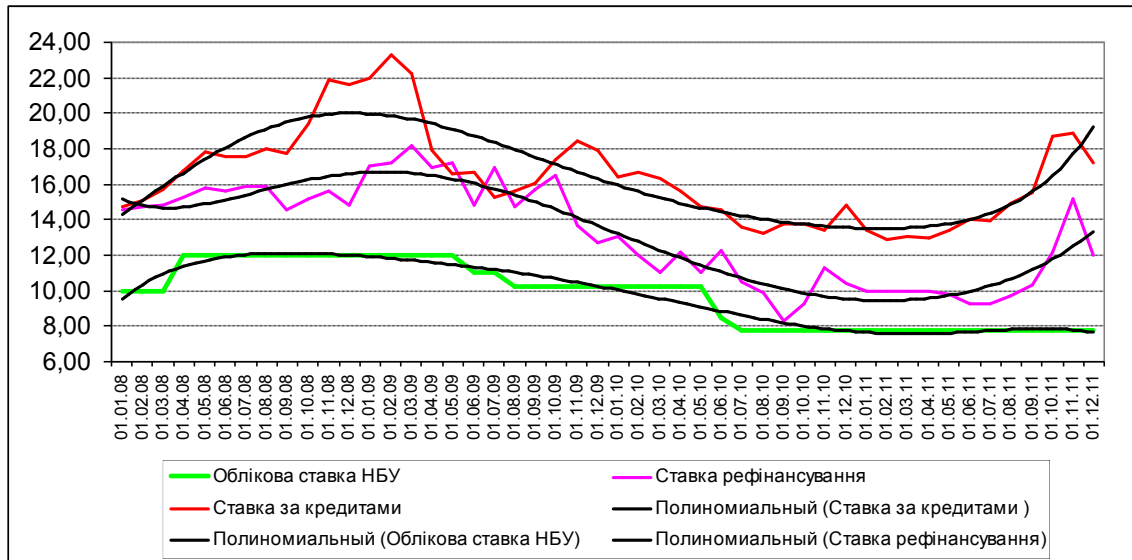
**Рис. 2.3. Динаміка зміни процентної ставки на федеральні фонди та процентної ставки за іпотечними кредитами у 2008-2010 рр. [56]**

Як бачимо з рисунку, реагуючи на кризові події в США, а зокрема на швидке зниження ліквідності комерційних банків, ФРС поступово знижувала ставку на федеральні фонди, що через певний проміжок часу (лаг) вплинуло на зниження процентних ставок за іпотечними та іншими кредитами, а це в свою чергу, стало однією з умов відновлення кредитування економіки.

Що ж стосується України, то регулювання грошового ринку через процентну ставку здійснюється доволі складно. Досі не вдається повною мірою використовувати цей монетарний механізм.

Національний банк України уже протягом 8 років практично весь час знижує розмір облікової ставки [56], проте ставки комерційних банків у такій самій пропорції не знижуються (рис. 2.4). Очевидно, що вітчизняні банки видають кредити за рахунок коштів, залучених ними від економічних агентів, а оскільки комерційні банки у своїх портфелях мають досить значні кредитні вкладення, то кошти держави та центрального банку більш-менш суттєвого впливу на сукупний баланс банківської системи не мають. Отже, самостійно

(окремо) облікову ставку та ставку рефінансування, встановлену НБУ, сприймати як повноцінно діючий механізм трансмісії не можна, оскільки обсяг кредитів, які комерційні банки одержують центрального банку складає незначну частку.

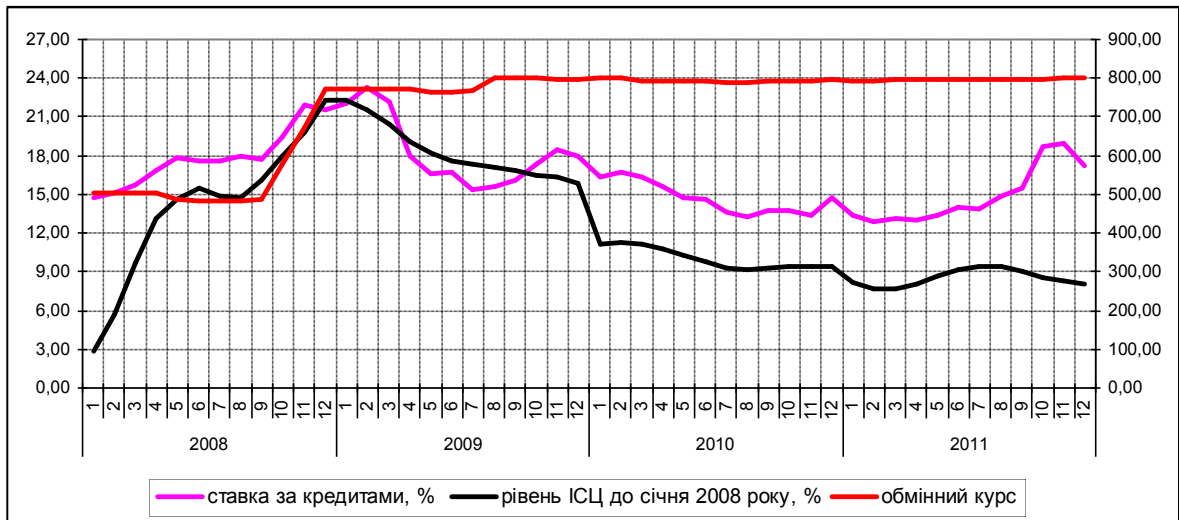


**Рис. 2.4. Динаміка облікової ставки, середньозваженої ставки рефінансування та ставок на кредитному ринку у 2008-2011 роках [56].**

Як показано на рисунку ставки за кредитами комерційних банків суб'єктам економіки залежать не від облікової ставки НБУ, а від ставок рефінансування, які є вищими за облікову ставку в середньому на 5 відсотків. Відтак основними ставками, від яких залежать ставки за кредитами комерційних банків в Україні є ставки рефінансування.

Одним з істотних чинників, що знижує ефективність проведення процентної політики НБУ, є низький рівень розвитку та інституційна недосконалість фондового ринку і сегмента небанківських фінансових установ в Україні, які не дають змоги задіяти на належному рівні притаманні розвинутих економікам механізми переливання капіталів між сегментами фінансового ринку і таким чином забезпечувати реакцію реального сектору економіки на монетарні регулювальні рішення. У практичній площині процентні ставки використовуються лише на кредитному сегменті ринку, що суттєво звужує вплив процентної політики на економічні процеси [18, с. 15].

Варто зазначити, що в Україні на відміну від Європейського Союзу та США значний вплив на рівень цін має не рівень процентних ставок, а динаміка валютного курсу. Оскільки зниження курсу гривні по відношенню до долара США призводить до зростання цін та ставок за кредитами комерційних банків, що є наслідком імпортозалежності вітчизняної економіки (рис. 2.5).



**Рис. 2.5. Динаміка обмінного курсу гривні, індексу споживчих цін та ставок за кредитами комерційних банків у 2008-2011 роках [56].**

Досить важливим інструментом монетарного регулювання є кредити рефінансування центральних банків комерційним банкам. В період кризових явищ в економіці центральні банки розвинених країн світу використовують різноманітні підходи до надання кредитів рефінансування.

Вагомий досвід в цьому плані має Європейський центральний банк. Так, в умовах жорсткої залежності комерційних банків від кредитування в центральному банку Радою керуючих ЄЦБ було прийнято рішення про надання банківському сектору необмеженого обсягу ліквідності.

Для зближення вартості кредитування з основною ставкою рефінансування було прийнято рішення про звуження коридору процентних ставок до 100 базисних пунктів: з 15 жовтня 2008 р. ставки по кредитних і депозитних операціях центрального банку були встановлені на 50 базисних пунктів вище і нижче основної ставки рефінансування.

Додаткові заходи щодо стимулювання кредитування включали розширення списку активів, прийнятих як забезпечення, і поширення процедури аукціонів з фіксованою ставкою на операції рефінансування з більш довгим строком погашення. Наслідком вжитих заходів стало подальше збільшення частки довгострокових операцій (з терміном погашення від одного до дванадцяти місяців) в загальному обсязі операцій рефінансування (до 70% до травня 2009 р.). Крім того, участь в операціях рефінансування за новою схемою дозволило банкам створити навіс ліквідності, що, в свою чергу, зробило затребуваними операції з розміщення вільної готівки на одноденних депозитах центрального банку [55].

З метою забезпечення макроекономічної стабільності ЄЦБ використовував і нестандартні методи надання кредитів рефінансування. Так, ЄЦБ надав Європейському інвестиційному банку статусу контрагента в операціях рефінансування, що проводяться Євросистемою. Ця міра була спрямована на те, щоб забезпечити Європейському інвестиційному банку можливість збільшення обсягів кредитування реального сектора. Також застосовував цільові програм надання ліквідності шляхом купівлі забезпечених облігацій (CBPP2, Covered Bond Purchase Programme).

Багато нестандартних методів надання кредитів рефінансування використовувала і Федеральна резервна система США. З цією метою ФРС США розробила цілу низку програм кредитування фінансових установ.

*TAF (Term Auction Facility)* – Термінові кредитні аукціони, на яких банки мають можливість займати у ФРС гроші на умовах повного забезпечення (як відомо, в якості забезпечення ФРС бере і іпотечні рейтингові папери).

*TSLF (Term Securities Lending Facility)* – Термінові кредитні аукціони цінних паперів. Відповідно до цієї процедури, банки-первинні дилери можуть отримувати на строк кредити у формі цінних паперів Казначейства під заставу інших цінних паперів.

*TALF (Term Asset-Backed Securities Lending Facility)* – програми термінового кредитування під забезпечення цінними паперами, (забезпеченими

активами позичальників). Згідно з цією програмою, ФРС надасть, без права обігу, до 1 трильйона доларів утримувачам цінних паперів, створених у порядку сек'юритизації позик студентам, домогосподарствам, малому бізнесу і т.п. [57].

Варто зазначити, що як ЄЦБ, так і ФРС США отримали повну підтримку урядів у сфері планування монетарної політики та застосування інструментів монетарного регулювання в умовах кризи, окрім цього даними центральними банками було застосовано жорсткий контроль за цільовим використанням коштів рефінансування.

В Україні ж для рефінансування комерційних банків НБУ надав 169 млрд. грн. у 2008-2009 роках [56] з метою збільшення обсягу кредитів у реальний сектор економіки, однак лєвова частка коштів рефінансування була використана комерційними банками для спекулятивних операцій на відкритому ринку.

Важливе місце в механізмі монетарного регулювання займає норма обов'язкового резервування. Так, змінюючи норму обов'язкового резерву, центральний банк безпосередньо впливає на пропозицію грошей та банківського кредиту. Якщо зменшується норма обов'язкових резервів, комерційні банки отримують можливість збільшити ліквідність своїх активів і вдатися через додаткове кредитування до емісії нових грошей. Коли норма резерву підвищується, ці можливості звужуються [2, с. 140].

Варто зазначити, що як і в Україні, так і в Євросоюзі ефективність даного інструменту монетарного регулювання є досить високою. Зниження норм рефінансування ЄЦБ до 1,25 % та НБУ до 0% за строковими депозитами та коштами на строкових рахунках не фінансових корпорацій в національній дозволили банкам збільшити свою ліквідність, інша справа наявність платоспроможного попиту з боку суб'єктів економіки. А збільшення ставок за відповідними статтями в іноземній валюті до 7% посприяло зниженню темпів валютного кредитування в Україні.

В контексті забезпечення дієвості даного інструменту монетарного регулювання заслуговує а увагу досвід США, де Конгрес надав ФРС законне



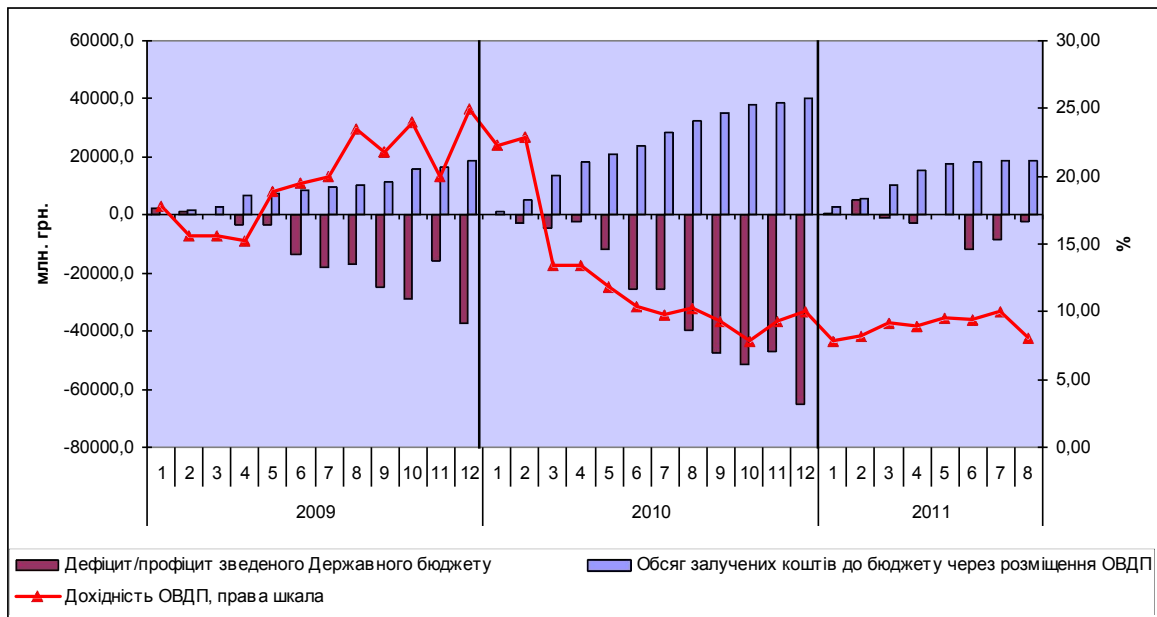
право платити процентний дохід на залишки банків, які вони тримають у Федеральних Резервних Банках. Збільшуючи ставку на банківські резерви, ФРС зможе підвищити тиск на всі короткострокові ставки, тому що банки не будуть надавати короткострокове фінансування на грошових ринках за ставками, суттєво нижчими від тих, які вони можуть заробити, просто зберігаючи кошти у Федеральних Резервних Банках. Реальне і потенційне зростання короткострокових відсоткових ставок буде відобразитися також на довгострокових процентних ставках і в жорсткості фінансових умов у більш широкому сенсі.

Високорозвинений фондовий ринок Євросоюзу та Сполучених Штатів Америки робить такий інструмент як операції на відкритому ринку одним із найдієвішим в плані регулювання як ліквідності банківських установ так і грошового ринку. Виходячи з рівня розвитку фондового ринку центральні банки ЄС та США використовують різноманітні операції купівлі/продажу цінних паперів на відкритому ринку, що доповнюють весь інструментарій монетарного регулювання цих країн та забезпечують ефективність антикризових заходів.

В Україні, зважаючи на низький розвиток фондового ринку та специфіки боргової політики держави основний обсяг операції на відкритому ринку зводиться до фінансування дефіциту державного бюджету, а відтак не лише знижує ефективність монетарного регулювання, а й призводить до дії ефекту витіснення приватних інвестицій.

Так, в період коли НБУ знизив ставку рефінансування до 9% з метою поживлення кредитування, а ліквідність банківської системи внаслідок зростання припливу депозитів зросла до 19 млрд. грн., уряд з метою фінансування дефіциту Державного бюджету підвищив дохідність ОВДП до 20-23% (рис. 2.6), що в умовах збитковості вітчизняних підприємств (45% підприємств мають негативний фінансовий результат) створило конкурентні переваги для банків між вкладенням в державні цінні папери та кредитуванням реального сектору економіки, тобто спрацював так званий ефект витіснення

приватних інвестицій. За таких обставин, варто розуміти, що ті банки, що мали вільні ліквідні кошти вкладали їх не в реальний сектор економіки, а в ОВДП, тим самим знижували можливості для відновлення економічного зростання.



**Рис. 2.6. Динаміка дефіциту Державного бюджету України та дохідності ОВДП у 2009-2011 [56].**

Ускладнює здійснення монетарного регулювання в Україні й негативне сальдо платіжного балансу, що зумовлює надмірне використання золотовалютних резервів та вилучення надлишкової ліквідності з банківської системи для фінансування платіжного балансу, яку, за сприяння держави (надання гарантій за кредитами комерційним банкам), можна було б направити у реальний сектор.

### 2.3. Ефективність валютного регулювання в Україні

Розвиток економічної думки пов'язаний із пошуком компромісу між ринковим механізмом та державним втручанням, інфляцією та економічним зростанням, вибором номінального якоря і режиму монетарної та валютної політики. Починаючи з 1990-х рр. багато розвинутих країн перейшло до встановлення однозначного пріоритету інфляції перед будь-якими іншими

цілями грошово-кредитної політики, ефективність якої залежить від самостійності та прозорості діяльності центрального банку і підтримується плаваючим режимом валютного курсу. Взявши на озброєння таку модель, Центробанк за допомогою облікової ставки регулює вартість грошей в економіці і через механізм монетарної трансмісії впливає на рівень інфляції й темпи росту економіки. У країнах із незрілими ринковими відносинами та відкритою економікою процентна політика має низьку результативність, оскільки пропозиція грошей в обігу здійснюється через валютний ринок. При цьому фіксований валютний курс часто виконує роль номінального якоря, який використовується у боротьбі з інфляцією. Ефективність режиму фіксованого валютного курсу або валютного коридору знижується у країнах з високим рівнем корупції [90]. Проте перехід до плаваючого режиму є доцільним, якщо фінансова система є достатньо розвинутою, економічне зростання відбувається стабільно, бюджетна політика спрямована на стимулювання виробництва, а не на збільшення соціальних виплат, валютний курс має ревальваційну динаміку. У кризовий період більшість центральних банків дотримуються керованого плавання валютного курсу з метою забезпечення фінансової стабільності економіки.

Політику фіксованого валютного курсу Національного банку України не можна назвати ефективною з точки зору впливу на рівень інфляції. В табл. 1 рівень інфляції представлений індексом споживчих цін (грудень до грудня попереднього року). З часу проведення грошової реформи у 1996 р. гривня пройшла етап тривалої девальвації у 1998-2000 рр. внаслідок валютної кризи, дві ревальваційні корекції у квітні 2005 р. та у травні-червні 2008 р., значне знецінення (59 %) наприкінці 2008 р. та продовження девальваційного тренду у 2009–2012 рр. [56].

Дебати стосовно практичної реалізації режиму гнучкого валютного курсу, який було задекларовано центральним банком ще у лютому 2000 р., продовжуються. Наразі суттєве зменшення золотовалютних резервів, збільшення дефіциту платіжного балансу та категорична позиція МВФ щодо

продовження програми кредитування змушує НБУ все частіше покладатися на ринок і не підтримувати валютний курс своїми інтервенціями. При цьому використання адміністративних важелів регулювання валютного ринку має системний характер. У 2011 р. була введена “паспортизація” валютних операцій. У 2012 р. повернена норма про обов’язковий продаж частини валютної виручки експортерами; зменшено термін проведення зовнішньоторговельних розрахунків; активно обговорюється введення 10 %-го податку з продажу готівкової іноземної валюти. Крім того, було задіяно і монетарний канал впливу на обмінний курс. НБУ різко скоротив ліквідність на міжбанківському ринку, знижуючи таким чином пропозицію гривні. Підтримка стабільності валютного курсу стає все важчою, девальваційні очікування зростають, а дефляція може спричинити рецесію.

Питання адекватної вартості національної валюти не втрачає своєї актуальності. Існує декілька способів її оцінки:

1. Відношення золотовалютних резервів до грошового агрегату М2. У більшості розвинутих країн грошова маса у багато разів перевищує резерви, в Україні М2 перевищує міжнародні резерви (МР) у 2–3 рази, що вказує на низький попит на національну валюту (МР/М2 у табл. 1).

2. Забезпеченість грошової бази валютними резервами (відношення грошової бази до міжнародних резервів ГБ/МР). Цей показник ще інтерпретують як індикатор “тіньового” обмінного курсу, тобто ціни, яка встановлюється у разі відмови від фіксованого валютного режиму та різкої девальвації національної грошової одиниці [27].

3. Індекс паритету купівельної спроможності (Implied Purchasing Power Parity conversion rate – PPP), який оцінює, наскільки ринкові валютні курси забезпечують однакову вартість товарів у різних країнах та похідний показник – індекс Біг Маку (Big Mac Index – BMI). Так, гривня, відповідно до індексу "Біг Мака", який традиційно складає журнал Economist недооцінена до американського долара приблизно на 47%. Згідно з дослідженням, долар має коштувати в Україні 4,35 грн.

4. Оцінка з точки зору впливу змін валютного курсу (девальвації чи ревальвації) на конкурентоспроможність різних секторів економіки.

Стосовно недооцінки гривні за індексами паритету купівельної спроможності слід зазначити, що така диспропорція існує в багатьох країнах, що розвиваються. Подолання розбіжностей можливе лише за умови зміцнення конкурентних позицій національної економіки, її продуктивності адміністративне втручання може лише зашкодити економіці. Підтвердженням цього є ревальвації, проведені Національним банком у 2005 та 2008 рр. За рахунок зміцнення обмінного курсу уряд сподівався знизити інфляційний тиск на економіку. У 2005 р. високі темпи економічного зростання, активне сальдо торговельного балансу та значні надходження зовнішніх інвестицій дозволили зменшити прогнозований рівень інфляції з 13 до 10,3 %. Ревальвація 2008 р. була запроваджена у період розгортання світової фінансової кризи, подорожчання нафти у світі та негативного сальдо платіжного балансу. Несприятливі обставини призвели до подальшої девальвації гривні та зростання інфляції. Знецінення національної валюти підвищило конкурентоспроможність українських експортерів, проте дуже болісно вдарило по стабільності банківської системи, ускладнило розрахунки за імпортований газ та збільшило виплати з обслуговування зовнішнього боргу.

На сьогоднішній день збалансований стан платіжного балансу можна очікувати при середньорічному курсі 9-9,5 грн. за долар, для чого за розрахунками МВФ Україні потрібна 13 %-на девальвація. Банківська система, за оцінками Dragon Capital, здатна витримати девальвацію менш ніж на 20–25 %, тобто нижче курсу 10 грн. за долар США [84].

В умовах посилення девальваційних очікувань особливої актуальності набуває політика управління золотовалютними резервами, яка передбачає формування оптимального обсягу і структури ліквідних запасів, контроль за їх якістю, ступенем забезпеченості та достатності.

Для оцінки адекватності резервів використаємо систему показників, запропоновану МВФ та Світовим банком [31, с. 153-154]:

1) міжнародні резерви у місяцях імпорту (МРмі у табл. 1). Мінімальним значенням для цього показника вважається 3 місяці. За станом на жовтень 2012 р. цей показник досяг критичної позначки;

2) відношення міжнародних резервів (МР) до короткострокового боргу країни (КЗБ) – показує здатність економіки розрахуватися за поточними зовнішніми зобов'язаннями (борг з терміном погашення до 1 року, обслуговування довгострокового боргу, виплата відсотків по ньому) власним коштом. Нормальним значенням показника МР/КЗБ є 100 %, в Україні він має стійку тенденцію до зниження, перш за все через збільшення зовнішнього боргу країни. За станом на кінець 2011 р. резервів вистачало на погашення лише 56 % боргу (табл. 2.3);

3) забезпеченість грошової маси валютними резервами (МР/М2) – розраховується як відношення міжнародних резервів держави, переведених у гривню за офіційним курсом НБУ до грошового агрегату М2. Невідповідність резервам грошової маси не є критичною, проте зменшення цього показника у 2011–2012 рр. при низьких темпах економічного зростання турбує (табл. 2.3).

**Таблиця 2.3**

**Показники ефективності валютної політики**

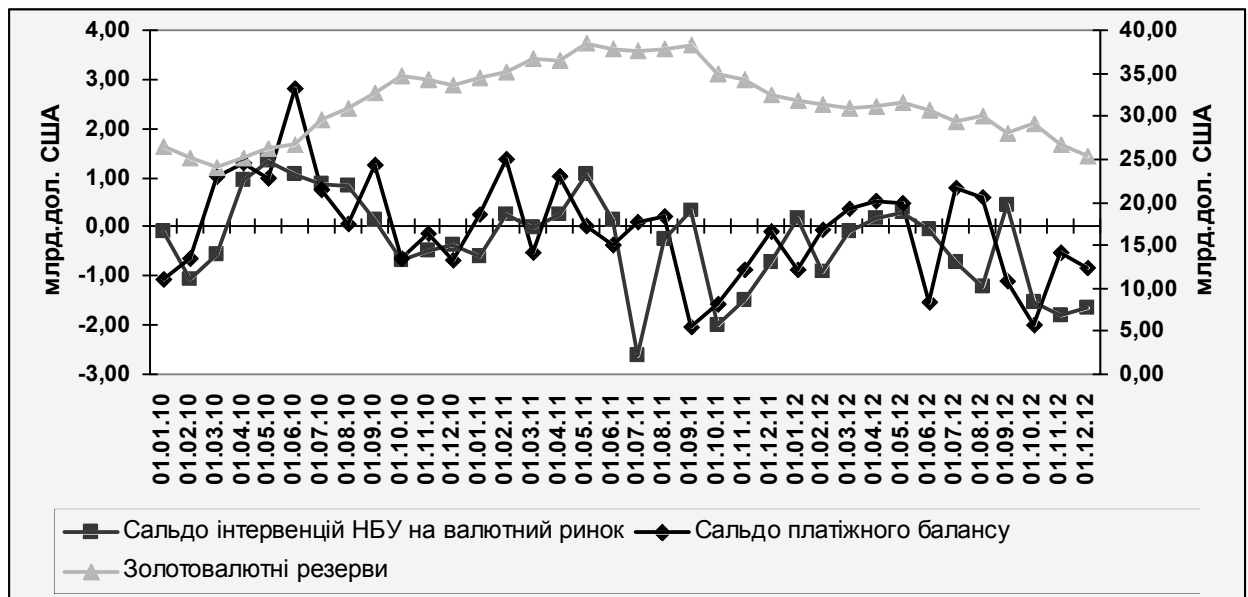
Рік	Ісц, %	Офіц. курс UAH/USD	Торг. баланс	Імпорт	МР	КЗБ	МРмі	МР/КЗБ	МР/М2
2001	106,1	5,2982	1402	20473	3089	-	1,81	-	0,36
2002	99,4	5,3324	3173	21494	4469	-	2,5	-	0,37
2003	108,2	5,3315	2891	27665	6943	-	3,01	-	0,39
2004	112,3	5,3054	6909	36313	9715	12475	3,21	0,78	0,41
2005	110,3	5,0500	2531	43707	19390	20750	5,32	0,93	0,51
2006	111,6	5,0500	-1617	53307	22358	27254	5,03	0,82	0,44
2007	166,6	5,0500	-5272	71877	32479	38692	5,42	0,84	0,42
2008	122,3	7,7000	-12763	100132	31543	46521	3,78	0,68	0,47
2009	112,3	7,9850	-1732	56206	26505	39350	5,66	0,67	0,44
2010	109,1	7,9617	-3018	73239	34795	50367	5,67	0,69	0,46
2011	104,6	7,9898	-10245	99001	31795	56799	3,85	0,56	0,37
2012	99,7	7,9930	-10005	105488	26817	-	3,05	-	0,29

В умовах погіршення сальдо торговельного балансу, недостатніх надходжень за рахунком фінансових операцій та операцій з капіталом, критичного рівня золотовалютних резервів та дефіцитного бюджету погашення боргу можливе лише за рахунок рефінансування та пролонгації. Обмеженість зовнішнього фінансування спонукала Національний банк разом із Міністерством фінансів перейти до залучення внутрішніх готівкових ресурсів в іноземній валюті через казначейські зобов'язання та облігації внутрішньої державної позики. За оцінками експертів, на руках у населення України є від 50 до 70 млрд. доларів США. Залучивши зазначені ресурси до банківської системи Національний банк одразу зможе вирішити декілька завдань, а зокрема: поповнення золотовалютних резервів, зниження доларизації та покращує показники платіжного балансу.

Здійснивши статистичний аналіз ефективності валютного регулювання в Україні варто зазначити, що не можна дати однозначну відповідь на питання є валютне регулювання в Україні ефективним, чи ні? Адже якщо розглядати ефективність валютного регулювання в контексті забезпечення стабільності національної валюти та досягнення мінімального рівня інфляції, то в даному випадку дії Національного банку будуть ефективними, однак, якщо розглядати ефективність дій НБУ в плані забезпечення стимулювання економічного зростання, то валютна політика є абсолютно неефективною.

Так, підтримка валютного курсу та вирівнювання сальдо платіжного балансу призводить до виснажування золотовалютних резервів (рис.), що створює ризики невиконання зобов'язань НБУ перед Міжнародним валютним фондом щодо погашення кредитів «стенд-бай» та ризики технічного дефолту України, оскільки обсяг золотовалютних резервів повинен забезпечувати обсяг вартості імпорту за 3 останніх місяці. Таким чином, така валютна політика в перспективі може призвести до зниження ліквідності НБУ та міжнародної ліквідності України як держави. Більше того, здійснюючи валютну політику, направлену на підтримку стабільності валютного курсу, що дозволяє підтримувати мінімальний рівень інфляції,

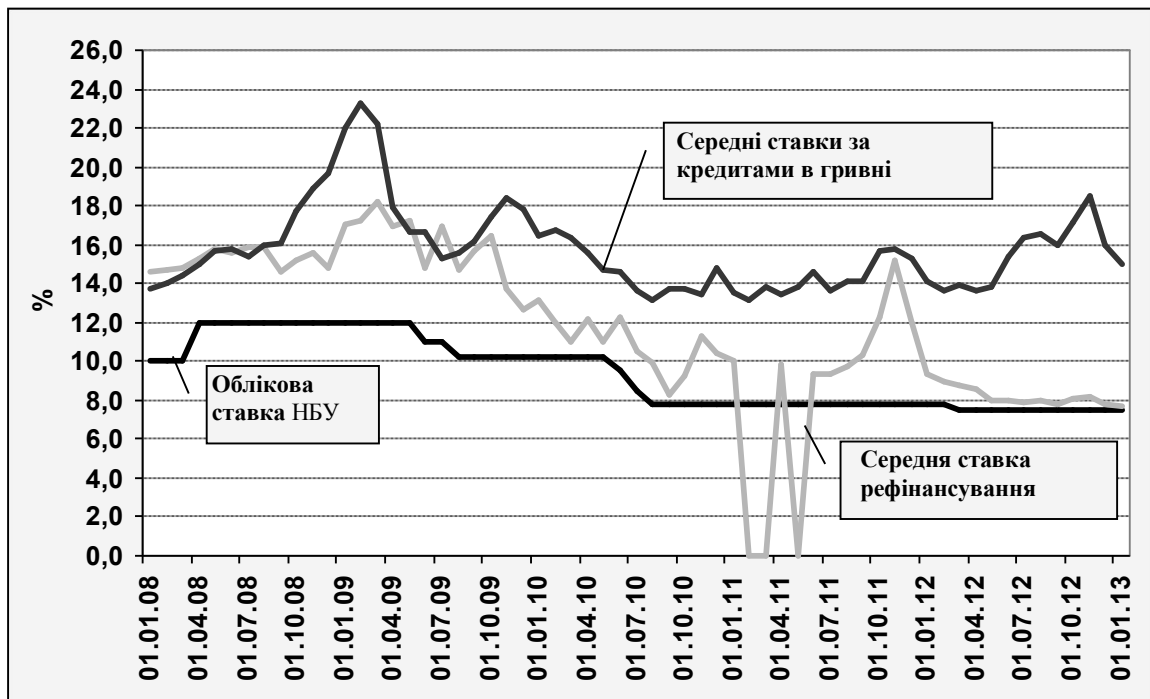
НБУ вилучає гривневу ліквідність з банківської системи, а це, в кінцевому підсумку, може спричинити голод ліквідності або так звану «ліквідну пастку».



**Рис. 2.7. Динаміка інтервенцій НБУ на валютний ринок, сальдо платіжного балансу та золотовалютних резервів у 2010-2012 роках [56]**

Більше того, внаслідок спрямованості валютної політики на підтримку валютного курсу будь-якою ціною знижується ефективність процентної політики НБУ, адже зниження ставок рефінансування, практично до історичного мінімуму, не сприяють зниженню ставок за кредитами наданими в економіку (рис. 2.8), оскільки: а) вільна гривнева ліквідність вилучається або на депозитні сертифікати, або шляхом валютних інтервенцій; б) високі кредитні ризики; в) короткострокова ресурсна база; г) високий фіскальний тиск на підприємства. Таким чином, реальна ефективна ставка відсотка за кредитами для корпоративного сектору коливається в межах від 19,5% до 29% річних в залежності від цілі кредитування [1], тоді як середня ставка рефінансування становить 8-9%.





**Рис. 2.8 Динаміка облікової ставки, середньої ставки рефінансування та середньої ставки за кредитами наданими комерційними банками у 2008-2012 роках**

Примітка. Розраховано автором за даними НБУ [56].

Однак, оцінюючи ефективність грошово-кредитного чи валютного регулювання Національного банку України варто звертати увагу не тільки на діє самого регулятора, а й на умови в яких йому доводиться діяти. На наш погляд, спрямованість валютної політики на підтримку стабільності валютного курсу якою ціною та вирівнювання сальдо платіжного балансу, а грошово-кредитної політики – на вилучення ліквідності з банківської системи є вимушеною і безальтернативною ціллю Національного банку України. Адже урядом за 22 роки незалежності, а особливо в умовах стагнації вітчизняної економіки не створено умов для ефективного ведення монетарної політики, а зокрема:

- відсутні механізми щодо розподілу ризиків між комерційними банками, що кредитують реальний сектор економіки та державою. Наявність таких механізмів та державних гарантій за кредитами, дали б змогу збільшити кредитування реального сектору економіки і тим самим

забезпечити зростання внутрішнього виробництва та внутрішнього попиту, а це в свою чергу знизило б тиск на платіжний баланс, збільшило робочі місця, зростання ВВП тощо;

- відсутні дієві державні програми розвитку внутрішнього виробника, основною яких повинно стати імпортозаміщення та енергозбереження;
- наявні немонетарні чинники інфляції, які змушують НБУ здійснювати монетарну політику спрямовану на подолання інфляції, а не на забезпечення економічного зростання;
- високий фіскальний тиск на підприємства та висока ризиковість економіки, що призводить до накопичення надлишкової ліквідності в банківській системі і тим самим знижує ефективність банківської діяльності та монетарної політики;
- відсутність чіткої координації між фіскальною та монетарною політикою.

Таким чином, з огляду на особливості загальноекономічної політики, самостійно, без підтримки уряду, в умовах стагнації економіки України НБУ не зможе ефективно проводити монетарну політику та здійснювати грошово-кредитне регулювання. В умовах стагнації економіки метою монетарної політики повинен бути запуск «маховика» національної економіки, тобто кредитне стимулювання розвитку виробництва.

Проте, слід зазначити, що незважаючи на проблеми загальноекономічної політики, в силу виснаження золотовалютних резервів Національному банку України потрібно відходити від режиму жорсткої фіксації обмінного курсу гривні. Найбільш прийнятним, на даний час, заходом НБУ є встановлення валютного коридору.

## ВИСНОВКИ ДО РОЗДІЛУ 2

1. Виокремлено три етапи еволюції грошово-кредитної політики Національного банку України, а зокрема на першому етапі (1992-1994 рр.) було взято курс на стимулювання розвитку вітчизняного виробництва і підтримання соціальної сфери на рівні, що був встановлений ще за умов адміністративно-командної економіки; на другому етапі (1995-1999 рр.) у якості стратегічної мети грошово-кредитного регулювання Національним банком України було взято курс на подолання гіперінфляції; на третьому етапі (2000-2008 рр.) спостерігається перехід української економіки починаючи із 2000-2001 рр. у фазу зростання, що також можна до деякої міри вважати результатом певної лібералізації монетарної політики Національного банку України.

2. Обґрунтовано, що валютно-курсова політика сьогодні залишається головним інструментом реалізації монетарної політики Національного банку адже структура української економіки нині є такою, що сукупний зовнішньоекономічний оборот перевищує обсяги ВВП країни. За таких обставин особливо гостро постає проблема правильного вибору найбільш оптимального цільового орієнтира монетарної політики, що передбачає дії центрального банку із таргетування одного із трьох основних макроекономічних параметрів: грошової маси, рівня інфляції або валютного курсу. Це передбачає можливість використання одного із трьох основних режимів монетарної політики: монетарне таргетування, валютне таргетування, інфляційне таргетування.

3. Проаналізовано практику використання монетарного інструментарію провідними центральними банками світу в умовах нестабільності на фінансових ринках, а зокрема в період фінансово-економічної кризи та виявлено основні перешкоди на шляху ефективного монетарного регулювання в Україні, а саме: низький рівень розвитку та інституційна недосконалість фондового ринку і сегмента небанківських фінансових установ в Україні, які не дають змоги задіяти на належному рівні притаманні розвинутим економікам механізми

переливання капіталів між сегментами фінансового ринку і таким чином забезпечувати реакцію реального сектору економіки на монетарні регулювальні рішення; суттєвий вплив динаміки обмінного курсу на рівень цін в економіці, що зумовлено імпортозалежністю вітчизняної економіки, низький рівень узгодженості монетарної та фіскальної політики тощо.

4. Досліджено, що з огляду на особливості загальноекономічної політики, самостійно, без підтримки уряду, в умовах стагнації економіки України НБУ не зможе ефективно проводити монетарну політику та здійснювати грошово-кредитне регулювання. В умовах стагнації економіки метою монетарної політики повинен бути запуск «маховика» національної економіки, тобто кредитне стимулювання розвитку виробництва. Проте, слід зазначити, що незважаючи на проблеми загальноекономічної політики, в силу виснаження золотовалютних резервів Національному банку України потрібно відходити від режиму жорсткої фіксації обмінного курсу гривні. Найбільш прийнятним, на даний час, заходом НБУ є встановлення валютного коридору.

## РОЗДІЛ 3

### ПЕРСПЕКТИВИ УДОСКОНАЛЕННЯ МЕТОДІВ ГРОШОВО-КРЕДИТНОГО РЕГУЛЮВАННЯ НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ

#### **3.1. Удосконалення грошово-кредитного регулювання як необхідна умова запобігання кризовим явищам в економіці**

В умовах нестабільності світових фінансових ринків і національних фінансових систем істотно зростає роль грошово-кредитної політики, яку проводять центральні банки. Це зумовлено різким скороченням тривалості фінансового циклу, високою волатильністю ринків, що зокрема потребує високого рівня оперативності й узгодженості дій усіх суб'єктів фінансового ринку при оцінці ситуації та ухваленні рішень. Проте, як показала практика, традиційні підходи не завжди відповідають потребам посткризового розвитку світової економіки і потребують певної модернізації або коригування на основі переходу до нового монетарного режиму. Завдання полягає не просто в розробці додаткових заходів чи використанні нових інструментів монетарної політики з метою протидії кризі, а в обґрунтуванні монетарного режиму, спроможного попередити виникнення системних фінансових криз і в разі потреби нейтралізувати їх негативні наслідки.

Світова фінансова криза 2007-2009 рр., на думку більшості вчених і практиків, дала підстави для таких висновків:

1. Джерелом кризи став банківський сектор, який через недосконале регулювання діяльності накопичив значний обсяг індивідуальних ризиків і виявився майже некерованою ланкою фінансових систем;

2. Методологія та інструменти прогнозування системних ризиків і криз виявилися недостатньо розробленими. Регуляторні системи багатьох країн не враховували реальні проблеми розвитку фінансового сектору, а самі регулятори не змогли передбачати кризові явища й оперативно реагувати на виникнення паніки в банківському середовищі та фінансові шоки;

3. Наслідки кризи усувалися на основі використання як інструментів монетарної політики, що проводиться центральними банками, так і за допомогою активних дій урядів із використанням значних бюджетних коштів. Проте практика показала, що цей метод для багатьох країн виявився недостатньо ефективним, зокрема в соціально-економічному аспекті, що призвело до соціально-економічних криз і посилення соціальної напруженості;

4. Економічна модель, заснована на випереджаючому розвитку фінансового сектору порівняно з реальним, вкотре загострила суперечність між реальною вартістю і динамікою розвитку її грошових та фінансових форм, що сприяло посиленню інфляційних процесів і макроекономічної нестабільності [41, с. 21-22].

Отже з метою удосконалення монетарного регулювання га наш погляд, в першу чергу необхідно забезпечити необхідну кількість і якість інформації про розвиток як національної, так і світової економіки, а також ефективний нагляд за функціонуванням фінансової системи в цілому.

Варто погодитися з думкою багатьох вчених-економістів, що традиційні методи контролю і нагляду, у тому числі і закріплені в нормативних документах, не завжди дають задовільний результат, оскільки фіксують те, що вже відбулося. Тому на сьогодні доцільним є запровадження макропруденційного аналізу та нагляду, які спрямовані на ранню діагностику можливих кризових явищ в економіці. За такого раннього виявлення перших ознак проблемної ситуації суттєво підвищуються шанси виправлення ситуації. Через це всі показники, що використовуються, у пруденційному нагляді, можна охарактеризувати як оцінки вірогідності настання кризових подій. Розробка таких показників для найбільш ризикованих сфер (на даному етапі розвитку України – це банківська та валютна) їх моніторинг і аналіз є основою пруденційного нагляду.

Для вдосконалення системи індикаторів, яка дозволяє найбільш повно характеризувати стан зазначених сфер, необхідне поєднання системи кількісних індикаторів з якісними, що відбивають інституційні обставини, зокрема, роль

інформації, очікування інвесторів, що пояснюють поведінку валютно-фінансових ринків. Вирішення цього завдання потребує вдосконалення методології розрахунків показників, що надають оцінки стану як банківського, так і корпоративного сектору, агрегованих мікропруденційних показників, розвитку базових і нормативних індикаторів, використання стрес-тестування.

Відтак основними напрямками розвитку пруденційного підходу в монетарній політиці України мають стати вдосконалення системи макропруденційних показників і методології макропруденційного аналізу, вдосконалення пруденційних норм банківського регулювання із врахуванням особливостей слабо диверсифікованої економіки, зокрема розгляд можливостей лімітування позик у проблемні сектори економіки, встановлення показників концентрації кредитів; посилення орієнтації валютно-курсової політики на упередження і раннє реагування на дисбаланси у валютній сфері у спосіб кращого врахування валютних ризиків у методології визначення нормативу адекватності капіталу, врахування взаємозалежності різних категорій ризику та розробки комплексу базових і додаткових заходів й інструментів елімінування валютних ризиків у процесі управлінні іншими категоріями ризиків [8, с. 105-106].

Важливим при макропруденційному нагляді є контроль і нагляд за діяльністю системоутворюючих банків, адже системоутворюючі банки мають свої особливості. Їх позиції (як за активами, так і за зобов'язаннями) на міжбанківському ринку такі, що невиконання зобов'язань призводить до істотного погіршення фінансового становища багатьох контрагентів. Основними їх контрагентами виступають інші банки, які також є центрами перерозподілу ліквідності, що значно збільшує ризик системної кризи.

Підвищені пруденційних вимог центральних банків до системоутворюючих банків повинні торкнутися обов'язкових економічних показників, таких як: норматив достатності власного капіталу; нормативи миттєвої і поточної ліквідності банку; максимальний розмір ризику на одного

позичальника або на групу пов'язаних позичальників та інших показників фінансової стійкості.

Підвищені вимоги до ключових показників фінансової стійкості великих банків покликані обмежити їх прагнення до зайвого збільшення розміру (активів) і накопичення ризиків. Введення кількісних обмежень доцільно пов'язати з якісним посиленням нагляду за такими банками, пред'явленням до них більш високих вимог до розкриття інформації [53, с. 29-30].

Криза також виявила недосконалість використовуваних методів управління ліквідністю банківської системи. Багато центральних банків змушені були розширити перелік цінних паперів (зокрема, включили до нього корпоративні облігації), які використовували як заставу при отриманні кредитів рефінансування. Крім того, до останнього часу вважалося, що кредити рефінансування повинні бути переважно короткостроковими. Проте оскільки в умовах кризи багато банків не могло своєчасно повернути надані їм кредити, а також у зв'язку з тим, що в окремих випадках політики та громадськість вимагали забезпечення кредитування окремих галузей національної економіки, практика змусила центральні банки надавати рефінансування на триваліші терміни, використовуючи так звані стабілізаційні кредити.

Що ж стосується України, то в плані удосконалення механізму рефінансування необхідно забезпечити його прозорість та жорсткий нагляд за цільовим використанням кредитних коштів одержаних від НБУ.

Основними напрямками розробки та реалізації нового монетарного механізму, спроможного забезпечити ефективне вирішення проблем цінової та фінансової стабільності, повинні стати:

1. Вироблення та реалізація чіткої довгострокової економічної політики, орієнтованої на інноваційний розвиток національної економіки. Розробка довгострокової економічної політики держави дасть змогу центральному банку більш точно прогнозувати розвиток економіки, обирати для цього цілі монетарної політики та відповідні інструменти їх досягнення.



2. Усвідомлення необхідності вироблення та реалізації єдиної фінансової політики держави, складовою частиною якої має бути і монетарна політика центрального банку. При цьому, не применшуючи ролі та рівня незалежності центрального банку в процесах підготовки й реалізації монетарної політики, функції вироблення єдиної фінансової політики мають бути покладені на певний орган державного управління, наприклад, на міністерство економіки чи міністерство фінансів.

3. Розробка принципів і механізмів координації грошово-кредитної, бюджетно-податкової та боргової політики держави з чітким узгодженням відповідальності окремих органів державної влади, термінів і умов проведення заходів.

В Україні в напрямку забезпечення координації монетарної та фіскальної політики необхідно вжити наступних заходів:

1) узгодженість термінів обміну інформацією при розробленні основних прогнозних і програмних документів уряду та НБУ. Оскільки, згідно з Бюджетним кодексом України, НБУ до 1 квітня року, що передує плановому, подає до Верховної Ради України та Кабінету Міністрів України проект «Основних засад грошово-кредитної політики» на наступний рік для розроблення «Основних напрямів бюджетної політики». При цьому прийняття КМУ «Прогнозу економічного і соціального розвитку України» передбачено до 15 травня, а «Основних напрямів бюджетної політики» - до 25 травня. Таким чином, НБУ змушений розробляти напрями монетарної політики в умовах повної невизначеності фіскальної політики та основних прогнозних макроекономічних показників Уряду;

2) прописати у меморандумі між НБУ та Урядом цілі єдиної фінансово-економічної політики України, визначити цільові макроекономічні показники та окреслити напрями діяльності монетарної та фіскальної влади, а також інструментарій досягнення цілей.

3) удосконалення управління коштами Уряду на єдиному казначейському рахунку (ЄКР) відкритому в НБУ. Адже мінливість коштів на ЄКР

супроводжується мінливістю процентних ставок очевидні, а це в свою чергу породжує нестабільність на міжбанківському ринку, а отже нестабільність вартості короткострокового рефінансування комерційних банків;

4) забезпечення бюджетної дисципліни з метою зниження дефіциту бюджету, а відтак зменшення його фінансування НБУ та комерційними банками;

5) активізація співпраці Уряду та НБУ в напрямку розвитку фондового ринку з метою підвищення дієвості такого інструменту монетарної політики як операції на відкритому ринку, а також з метою розширення джерел фінансування дефіциту державного бюджету;

6) активізація співпраці Уряду та НБУ в напрямку надання державних гарантій за кредитами комерційних банків реальному сектору економіки.

4. Розширення інструментарію грошово-кредитної політики, розробка та застосування нового монетарного режиму, що враховує основні напрями розвитку як грошово-кредитної політики центрального банку, так і фінансової політики держави.

5. Удосконалення монетарної політики вимагає активнішого використання механізмів курсоутворення. З одного боку, це передбачає реальне запровадження більшої гнучкості обмінного курсу гривні, що має на меті не лише збільшення дієвості інших монетарних інструментів та механізмів (насамперед – відсоткових ставок), а й запобігання створенню передумов для повторного накопичення тих ризиків, які призвели до фінансової кризи 2008–2009 років.

В умовах більшої курсової гнучкості, коли динаміка обмінного курсу переважною мірою визначається об'єктивними чинниками співвідношення попиту і пропозиції на валютному ринку, суб'єкти економічної діяльності більш ретельно ставитимуться до оцінки власних валютних ризиків та утримуватимуться від прийняття на себе нехеджованих валютних зобов'язань. Це відповідним чином зменшуватиме системні ризики та сприятиме зниженню

рівня доларизації економіки, що позитивно позначатиметься на спроможності НБУ реалізувати грошово-кредитну політику.

З другого боку, навіть в умовах більшої гнучкості динаміка обмінного курсу гривні має залишатися керованою і не генерувати додаткові ризики або шоки для економіки та фінансово-кредитної сфери. При цьому слід мати на увазі, що нинішні умови не дають змоги вдатися до запровадження абсолютно гнучкого режиму курсоутворення, оскільки:

- високий рівень доларизації пасивів та зобов'язань (у тому числі нехеджованих) суб'єктів економіки України;
- динаміка обмінного курсу й надалі залишається значним чинником впливу на інфляційні процеси – як прямо (через ціну імпортованих товарів), так і через формування в суспільстві інфляційних очікувань. За таких умов динаміка обмінного курсу гривні (навіть з урахуванням його більшої гнучкості відповідно до глобальних фундаментальних тенденцій) має бути контрольованою та узгоджуватися з інфляційними цілями;
- одним із актуальних завдань щодо забезпечення монетарної та фінансової стійкості є підтримання на обґрунтованому рівні міжнародних резервів України, обсяг яких на сьогодні ще не можна вважати достатнім для успішної протидії можливим внутрішнім і зовнішнім шокам та забезпечення зовнішньої ліквідності й платоспроможності країни [83, с. 6].

6. Удосконалення інституційних засад розвитку та інструментарію регулювання фінансового сектору на основі координації діяльності і посилення політичної, операційної та фінансової незалежності регуляторів і органів, що відповідають за формування державної фінансової політики [41, с. 24].

Таким чином, з метою підвищення ефективності монетарного регулювання та монетарної політики необхідно забезпечити якісний макропруденційний аналіз та нагляд, узгодженість дій монетарної та фіскальної влади, а також забезпечити гнучкість використання інструментів монетарної політики.

Подолання наслідків економічної та фінансової кризи в Україні потребує також вирішення проблеми щодо призупинення спаду вітчизняного

виробництва й активізації роботи реального сектору економіки. Дієвість кредитного впливу на стимулювання виробництва залежить від ефективності інструментів монетарного впливу центрального банку на кредитну активність комерційних банків, оскільки за допомогою використання адміністративних та ринкових інструментів центральний банк може суттєво впливати на ресурсну базу та кредитну діяльність банківських установ, а, відтак, на кредитне стимулювання виробництва. В сучасних умовах, застосування НБУ тільки ринкових інструментів монетарного впливу не сприяє активізації банківського кредитування реального сектору економіки. Саме тому монетарна політика НБУ потребує вдосконалення її інструментів таким чином, щоб, насамперед, підвищити ефективність кредитного впливу банків на економічний розвиток.

Одними із заходів щодо підвищення кредитного впливу комерційних банків на стимулювання виробництва та зниження ризиків їх ліквідності є використання як непрямих методів грошово-кредитного впливу, так і прямих важелів, а саме: селективні кредити, дисконтні механізми, втручання у встановлення норми відсотка через субсидування процентних ставок за кредитами, наданими в пріоритетні галузі економіки. В умовах перехідної економіки та кризових явищ, коли ринкові інструменти не позначаються або не повною мірою позначаються на кредитній активності комерційних банків, поєднання їх з адміністративними методами дозволить посилити ефективність регулятивного впливу НБУ на кредитну активність банків. На даному етапі єдиним ефективним і реальним інструментом впливу на відновлення кредитної активності банків є механізми прямого кредитування. До інструментів прямого кредитування належать селективні кредити, дисконтні механізми та субсидування процентних ставок.

Суть селективного кредитування полягає в наданні комерційним банкам кредитів цільового характеру на фінансування певних галузей економіки. Дія селективних інструментів поширюється вибірково - на окремі банки або їхні групи, певні види банківської діяльності, регулювання окремих видів кредиту

тощо. Як правило, селективна кредитна політика застосовується у країнах, фінансовий ринок яких розвинений недостатньо і не дозволяє забезпечити ефективний розподіл грошових коштів та економічний розвиток у цілому.

Цей захід найефективніший при кредитуванні банків через спеціалізовані фінансові інститути. Оскільки в Україні спеціалізовані банки інвестиційного спрямування не розвинуті, окрім єдиного ПАТ "Український банк реконструкції та розвитку", основною стратегією якого є сприяння в реалізації вітчизняних інвестиційних та інноваційних проектів шляхом середнього та довгострокового кредитування малого і середнього бізнесу, який досі не має розвиненої мережі філій, а обсяги кредитування ним реального сектору незначні, то такі кредити варто надавати, насамперед, основним системним банкам з розвинутою регіональною мережею філій.

Центральний банк повинен визначити щорічні ліміти збільшення обсягів таких кредитів. Потім ця сума (тільки та частина грошової пропозиції, яка змінюється за допомогою каналів прямого кредитування) розподіляється на частки певним секторам економіки за даний рік. Для цього необхідно ввести банківські нормативи кредитування.

Отже, до основних механізмів селективної кредитної політики належать:

- встановлення цін на кредити, спрямовані у пріоритетні галузі;
- створення спеціальних фінансово-кредитних закладів, що здійснюють кредитування пріоритетних галузей за нижчими процентними ставками;
- надання пільг банківським інститутам, що надають кредити переважно пріоритетним сферам економіки.

Як зазначалось вище, застосування селективного кредитування найбільш поширене у країнах з перехідною економікою, де інструменти опосередкованого монетарного впливу на кредитну активність банків ще не набули достатнього розвитку. Вони дають необхідний ефект підчас їх використання в комплексі із заходами опосередкованого впливу на систему грошового обігу. Хоча, у цьому випадку, йдеться про інтенсивне застосування інструментів прямого впливу лише в обмежені проміжки часу.

При тривалому застосуванні їх дієвість знижується. Варто зазначити, що активне використання селективної кредитної політики, окрім певних позитивних рис, має й негативні наслідки, що перешкоджають нормальному функціонуванню кредитно-фінансової системи країни:

- розвиток економіки стає залежним від цільового кредитування за пільговими процентними ставками;

- зміна кон'юнктури на світових ринках може негативно позначитися на певних галузях, що отримували значні обсяги пільгових кредитів (наприклад, експортоорієнтовані галузі промисловості) тощо;

- значне збільшення в економіці ресурсів кредитування призводить до надмірного зростання грошової маси, що посилює інфляційні процеси.

Виходячи з сучасних економічних умов, доцільно активно застосовувати облік і переоблік векселів як інструменту монетарної політики. Він буде також механізмом, що зв'язує банківський і реальний сектори. Використання дисконтного механізму під час здійснення емісії центральним банком, сприятиме перерозподілу фінансових ресурсів у реальний сектор. Необхідно встановити межі вексельного кредитування центральним банком. Ліміти повинні встановлюватися по відношенню не тільки до загального обсягу кредитування, а й до обсягу кредитування окремих банків і галузей. Це необхідно для попередження необґрунтованого збільшення грошової маси і непропорційного випуску векселів.

Іншим важливим напрямком активізації кредитної діяльності комерційних банків є субсидування процентних ставок. Для стимулювання комерційних банків кредитувати виробництво необхідно скористатися таким важелем впливу, як субсидування процентних ставок. Високий ризик довгострокових кредитів є причиною високих процентних ставок за такі кредити, що робить їх недоступними для суб'єктів господарювання попри гостру потребу в них. Субсидування частини процентної ставки по інвестиційних банківських кредитах дозволить зменшити їхню вартість для реального сектору і цим збільшити обсяги кредитів на технічне

переоснащення виробництва, досягти оновлення виробничих ліній, підвищення якості та конкурентоспроможності товарів, збільшення приросту ВВП. Субсидування частини процентних ставок по банківських кредитах потрібно диференціювати за соціальною ефективністю, пріоритетними галузевими напрямками (більші процентні відсотки за ті проекти, які дадуть більший соціальний ефект). При зниженні вартості кредитних ресурсів на кредитному ринку повинен знижуватися і обсяг компенсацій процентних ставок.

Поєднання прямих і непрямих методів регулювання грошового обігу та розподіл кредитних ресурсів дозволить забезпечити належний вплив на кредитну активність комерційних банків, ефективне використання ними своїх кредитних важелів впливу на виробництво. Таке поєднання монетарних інструментів необхідне доти, поки в Україні не буде сформовано ринок позичкових капіталів, здатний ефективно вирішувати проблеми задоволення попиту виробничого сектору в додаткових коштах.

### **3.2. Досвід грошово-кредитного регулювання Європейського центрального банку та перспективи його адаптації до вітчизняних реалій**

До створення ЄВС грошова політика країн ЄС мала однакову мету – підтримання стабільності національної валюти. Однак шляхи окремих країн щодо досягнення цієї мети були доволі різними. За видами грошової політики країни можна поділити на три групи, зокрема:

1) перша група країн намагалася досягти цінової стабільності шляхом регулювання зростання монетарних агрегатів (монетарний цільовий орієнтир, *monetary target*), виходячи з того, що регулювання обсягу грошової пропозиції за достатньо стабільного попиту на гроші відповідним чином впливатиме на рівень цін і відсоткових ставок.

2) друга група країн віддавала перевагу прив'язці національної валюти до більш стабільної іноземної валюти (країни “блоку німецької марки” та ін.) (цільовий орієнтир у сфері валютного курсу).

3) третя група країн обрала шлях прямого регулювання інфляції (цільовий орієнтир інфляції) без офіційного встановлення проміжних цілей. Такий метод більше підходив для країн, де внаслідок нестабільного грошового попиту було ускладнено регулювання грошової маси та відсоткових ставок.

Однак, після створення Європейського центрального банку основною його метою стало забезпечення грошової стабільності через стабільність цін, як необхідної умови забезпечення поступального розвитку економіки Євросони [23, с. 25].

Мета забезпечення цінової стабільності пов'язана з підтримкою загального рівня цін в економіці і недопущенням як затяжної інфляції, так і затяжний дефляції. Цінова стабільність сприяє зростанню економічної активності та зайнятості кількома шляхами.

*По-перше*, цінова стабільність дозволяє населенню краще бачити зміни відносних цін, оскільки вони «не розчиняються» на тлі коливань рівня цін. В результаті фірми і споживачі не будуть змішувати зміни загальних і відносних цін і зможуть більш усвідомлено приймати рішення з питань споживання і вкладення коштів. У свою чергу, це дозволить ринку забезпечувати більш ефективний розподіл ресурсів. Допомагаючи ринку спрямовувати ресурси туди, де вони будуть використовуватися з найбільшою віддачею, цінова стабільність сприяє підвищенню добробуту домашніх господарств, а, отже, розвитку виробничого потенціалу всієї економіки.

*По-друге*, коли кредитор впевнений, що ціни будуть залишені стабільними, він не буде вимагати від позичальника «премію за інфляційний ризик» у якості винагороди за ризик, який несе такий кредитор як держатель активів з номінальною вартістю протягом тривалого часу. За рахунок зменшення частки премії за ризик у складі діючих процентних ставок



грошово-кредитна політика своїм авторитетом сприяє більш ефективному розподілу ресурсів на ринках капіталу і таким чином створює додаткові стимули для інвестування. Це, в свою чергу, сприяє зростанню економічного добробуту.

*По-третє*, послідовне підтримка цінової стабільності зменшує також імовірність того, що приватні особи та фірми будуть вилучати кошти з виробничої сфери, щоб застрахувати себе від інфляції.

*По-четверте*, системи оподаткування та соціального забезпечення можуть створювати помилкові стимули, які призводять до перекосів в поведінці економічних суб'єктів. У більшості випадків під впливом інфляції або дефляції ці перекоси стають ще більшими, оскільки фіскальна система зазвичай не передбачає індексування податкових ставок і відрахувань до фондів соціального страхування відповідно до рівня інфляції. Цінова стабільність дозволяє уникнути реальних втрат, що виникають у тих випадках, коли інфляція посилює викривлення системи оподаткування та соціального страхування.

*По-п'яте*, інфляція виступає в ролі своєрідного податку на готівкові заощадження. У результаті падає попит домашніх господарств на готівкові кошти, і збільшуються транзакційні витрати (пов'язані, наприклад, з пошуком банку, який пропонує найбільш вигідні умови).

*По-шосте*, підтримання цінової стабільності виключає можливість довільного перерозподілу значного обсягу матеріальних/грошових активів і доходів, яке має місце в умовах інфляції і дефляції, коли динаміка цін змінюється абсолютно непередбачуваним чином (наприклад, наслідки перерозподілу капіталу або активів від кредиторів дебіторам) [70].

Всі наведені вище аргументи вказують на те, що центральний банк, якщо він забезпечує цінову стабільність, тим самим значною мірою сприяє вирішенню більш широких економічних завдань, таких, як підвищення рівня життя, зростання економічної активності та створення нових робочих місць.

За таких умов ЄЦБ й використовує режим регулювання інфляції, хоча поряд із цільовим орієнтиром інфляції встановлює монетарну ціль.

Цінова стабільність у Єврозоні вважається досягнутою тоді, коли річне зростання цін у країнах-членах, виражене через гармонізований індекс споживчих цін (далі – ГІСЦ), не перевищує 2% порівняно з попереднім роком.

ГІСЦ служить для Ради управляючих ЄЦБ інструментом оцінки цінової стабільності в Єврозоні. ГІСЦ був розроблений Євростатом разом із національними статистичними інститутами та Європейським валютним інститутом, а згодом ЄЦБ з тим, щоб виконати вимоги Маастрихтського договору щодо розроблення індексу споживчих цін на порівняльній базі, яка б ураховувала відмінності в національних дефініціях цінових індексів. ГІСЦ Єврозони складається з 77 компонентів, які упорядковано в п'ять основних груп: перероблені продукти харчування – 13,4%, неперероблені продукти харчування – 9,0%, неенергетичні промислові вироби – 32,5%, енергетичні продукти – 8,8 %, послуги – 36,3 % [23, с. 43].

Відомо щонайменше два підходи, які застосовуються при розробленні стратегії центрального банку:

- у першому випадку ціль монетарної стратегії визначається змінами інших економічних показників (наприклад, визначається зростання пропозиції грошей на 4% при додатковому зростанні на 1% за кожний відсотковий пункт зростання безробіття понад 5-відсоткову квоту та зменшенні на 0,5% за кожний відсотковий пункт зростання інфляції понад 2-відсоткову квоту);
- у другому випадку на визначення цілі не впливає зміна інших показників (наприклад, визначається зростання пропозиції грошей на 4%).

Стратегія ЄЦБ розроблена згідно із рекомендаціями європейського валютного інституту 13 жовтня 1998 р. Для підтримання цінової стабільності в Єврозоні ЄЦБ використовує комбіновану стратегію грошової політики, яка спирається на два принципи.

*Перший принцип* передбачає регулювання широкої грошової маси МЗ, темп зростання якої встановлено на рівні 4,5%. При чому досягнення маяка не є обов'язковим, маяк виконує роль інструменту. Передумовами його дотримання є щорічне зростання реального ВВП на 2-2,5% і щорічне уповільнення швидкості грошового агрегату МЗ на 0,5-1%.

*Другий принцип* – широка оцінка загального розвитку цін і ризиків їх стабільності в Єврозоні на базі аналізу кон'юнктурних та фінансових індикаторів.

Щоб найкращим чином забезпечити виконання свого завдання з підтримання цінової стабільності, ЄЦБ, як і будь-якому іншому центральному банку, потрібно ретельно аналізувати зміни, що відбуваються в економіці [23, с. 26].

Підхід ЄЦБ до аналізу, вивчення і зіставлення інформації, що стосується оцінки ризиків цінової стабільності, заснований на використанні двох дослідницьких методик, що дозволяють оцінювати інформацію, що надходить з різних сторін. Ці дослідницькі методики часто називають «несучими опорами» всієї конструкції стратегії ЄЦБ.

Так, відповідно до стратегії ЄЦБ, прийняття рішень з питань грошово-кредитної політики здійснюється на основі всебічного аналізу ризиків для цінової стабільності. Даний аналіз побудований таким чином, що фактори, які зумовлюють зміни цін оцінюються в двох різних і, одночасно, доповнюючих один одного площинах. Аналіз в одній площині передбачає оцінку факторів, що визначають динаміку цін у коротко-і середньостроковій перспективі. Особливу увагу при цьому приділяється стану реальної економіки і сформованої в ній фінансової кон'юнктури. У ході аналізу враховується також і та обставина, що при такій тривалості перспектива цінової динаміки значною мірою визначається кон'юктурою попиту та пропозиції на ринках товарів, послуг і факторів виробництва. У ЄЦБ такий аналіз називають «економічним».

Аналіз в іншій площині, який отримав назву «монетарного аналізу», розрахований на більш тривалу перспективу і присвячений дослідженню добре відомої залежності між грошовою масою і рівнем цін.

Монетарний аналіз призначений, в основному, для перевірки та оцінки коротко-і середньострокових показників грошово-кредитної політики, отриманих за допомогою економічного аналізу, з точки зору середньо-і довгострокової перспективи.

Заснований на застосуванні двох дослідницьких методик, даний підхід покликаний забезпечити різносторонню оцінку всієї важливої інформації яка впливає на цінову стабільність. Це необхідно для отримання цілісного уявлення про ризики для цінової стабільності. Даний підхід є втіленням і наочним прикладом всебічного аналізу та забезпечує прийняття продуманих рішень на основі різних аналітичних оцінок [70].

У 1996 р. відповідно до вимог Маастрихтського договору Європейський валютний інститут розробив такі принципи для вибору інструментів грошової політики:

- ***принцип операційної ефективності:*** інструменти та методи ЄСЦБ повинні дозволяти їй ефективно виконувати свої функції;
- ***принцип ринкової економіки:*** реалізація грошової політики має відповідати положенням Маастрихтського договору про відкриту економіку та вільну конкуренцію;
- ***принцип звичайних, прозорих та економічних методів:*** визначає форми інструментів грошової політики;
- ***принцип децентралізації:*** передбачає щільну кооперацію ЄСЦБ з національними банками, перенесення операційного досвіду на національний рівень;
- ***принцип безперервності:*** нові сфери дії мають базуватися за можливістю на існуючій інфраструктурі національних банків, якщо це не суперечить іншим принципам;

- **принцип гармонізації:** інструменти грошової політики повинні бути уніфіковані для всієї Єврозони з метою досягнення однакової дії грошово-політичних заходів для всіх фінансових інститутів;
- **принцип ефективності грошово-політичної лінії:** інструментарій грошової політики має забезпечувати Раді ЄЦБ можливість спільно з іншими керівними органами ЄСЦБ упроваджувати єдину грошово-політичну лінію [23, с. 28].

Виходячи з аналізу підходів до формування стратегії монетарної політики Європейського центрального банку та принципів її здійснення, варто відмітити, що формування стратегії та принципів монетарної політики є основою прийняття ефективних рішень ЄЦБ не лише в умовах економічного піднесення, а й в умовах кризи.

Таким чином одним із основних заходів удосконалення грошово-кредитної політики та грошово-кредитного регулювання НБУ є формування чіткої стратегії монетарної політики на основі детального та всебічного економічного, монетарного та соціально-політичного аналізу. Застосування трьохрівневого аналізу соціально-економічної ситуації в Україні та закордоном сприятиме побудові фундаменту для прийняття ефективних управлінських рішень Національного банку України.

Так, економічний аналіз повинен включати всебічний аналіз діяльності підприємств реального сектору економіки, доходів та заощаджень населення, динаміку цін на основні види продукції, динаміку імпорту та експорту, аналіз тенденцій у світовій економіці, а зокрема в таких країнах як США, ЄС та Китай тощо.

Суть монетарного аналізу повинна зводитися до детальної оцінки факторів впливу на основні монетарні параметри – валютний курс, золотовалютні резерви, грошова маса, грошова база, ліквідність банківської системи, отриманих за результатами економічного аналізу.

Варто зазначити, що в силу історичних аспектів розвитку нашої країни досить важливим є аналіз соціально-політичної ситуації в країні, адже

різного роду політичні напрямки розвитку України, а також їх зміна і політична невизначеність негативно впливають на стан вітчизняної економіки. Політична та соціальна напруженість поглиблює недовіру суспільства до органів монетарної і фінансової влади і, тим самим створює ризики виникнення кризових явищ в національній економіці в цілому.

Основною стратегічною ціллю монетарної політики НБУ, на наш погляд, повинно стати забезпечення стабільності національної грошової одиниці разом із помірним кредитним стимулюванням розвитку вітчизняної економіки.

Ефективність виконання монетарної стратегії Національного банку України залежатиме від ведення монетарної політики на основі трьох ключових принципів:

- ***принцип операційної ефективності:*** інструменти та методи центрального банку повинні дозволяти йому ефективно виконувати свої функції;
- ***принцип ринкової економіки:*** реалізація грошової політики має відповідати потребам економіки економіку та забезпечувати вільну конкуренцію;
- ***принцип звичайних, прозорих та економічних методів:*** визначає форми інструментів грошової політики та механізми їх використання.

Окрім цього, враховуючи досвід ЄЦБ, важливе місце в контексті забезпечення ефективності монетарної політики, повинні зайняти заходи щодо забезпечення високого рівня незалежності Національного банку України.

Вагомий досвід ЄЦБ має і в плані застосування основних інструментів та методів монетарної політики, а зокрема: 1) операцій на відкритому ринку; 2) постійних механізмів рефінансування; 2) політики обов'язкових резервів.

Так, операції на відкритому ринку покликані регулювати попит і пропозицію на ліквідні кошти. Більшу частину коштів банківське співтовариство отримує через основні операції рефінансування.

ЄСЦБ використовує п'ять типів інструментів для проведення операцій на відкритому ринку:

- **зворотні операції** – базуються на заставі або продажу цінних паперів з правом викупу;
- **прямі операції** – центральні банки здійснюють остаточний продаж або купівлю цінних паперів з повним переходом права власності;
- **емісія боргових сертифікатів** – боргові сертифікати з максимальним терміном обігу до 12 місяців емітуються з метою регулювання ліквідності;
- **валютні свопи** – вимоги в євро обмінюються шляхом купівлі, продажу на вимоги в іншій валюті, одночасно укладається форвардна угода щодо зворотних дій;
- **строкові депозити** – ЄСЦБ приймає від комерційних банків країн ЄВС через відповідні центральні банки строкові депозити з фіксованим терміном дії та під фіксовані ставки відсотків.

Залежно від цілей, регулярності та механізмів проведення операції на відкритому ринку ЄСЦБ поділяють на чотири категорії:

- **основні операції із рефінансування** – регулярні зворотні операції з терміном дії до двох тижнів. Здійснюють щотижня національними центральними банками шляхом проведення стандартних аукціонів;
- **продовжені операції із рефінансування** – зворотні операції з терміном дії до трьох місяців. Здійснюються раз на місяць національними центральними банками через стандартні аукціони;
- **операції тонкого настроювання** – проводяться центральними банками з метою згладжування коливань на грошовому ринку, мають часто форму зворотних операцій, але можуть проводитись і у вигляді прямих операцій, валютних свопів та строкових депозитів шляхом швидких аукціонів чи взаємних угод;
- **структурні операції** – здійснюються за допомогою емісії боргових сертифікатів, зворотних і прямих операцій шляхом проведення стандартного

аукціону або за взаємними угодами. Використовуються з метою структурного узгодження позицій ЄСЦБ та решти фінансового сектору.

**Постійний механізм рефінансування поділяється на два типи:**

- механізм граничного рефінансування надає можливість центральним банкам країн ЕВС позичати у ЄСЦБ ліквідність протягом ночі за відсотковою ставкою на рівні верхньої межі відсоткової ставки денних торгів;
- депозитний механізм забезпечує депонування зайвої ліквідності центральних банків на рахунках ЄЦБ на принципах “овернайт” за відсотковою ставкою на рівні нижньої межі відсоткової ставки денних торгів.

Відсоткові ставки за депозитами і кредитами слугують нижньою і верхньою межею ринкової ставки «овернайт» і є барометром грошово-кредитної політики ЄЦБ [21].

Як бачимо, у системі інструментів грошово-кредитного регулювання ЄВС поняття операцій на відкритому ринку розглядається в значно ширшому контексті, аніж це прийнято, скажімо, у практиці Федеральної резервної системи США, тобто це не просто операції на ринку державних цінних паперів, а широкий набір інструментів регулювання ліквідності кредитних інститутів, здатний справляти вагомий вплив на ситуацію на грошовому ринку країн “зони євро”.

Переваги операцій на відкритому ринку в системі заходів реалізації монетарної політики вказують на необхідність їх активного розвитку і в Україні. Вданому контексті виникає необхідність перегляду політики центрального банку нашої країни, за якої він виступає як генеральний агент з обслуговування, розміщення та погашення облігацій. Природно, що така функція покладає на НБУ цілком визначені обов’язки щодо розміщення державних облігацій на первинному ринку державних цінних паперів через проведення аукціонів. Однак неприродним, з економічної точки зору, є діяльність центрального банку, спрямована на викуп ОВДП у разі відсутності попиту на них в інших учасників торгів. Тому основний шлях до оптимізації емісійної діяльності центробанку й ефективного використання на практиці



операцій на відкритому ринку як інструмента монетарного регулювання полягає у відмові Національного банку від операцій щодо вкладання коштів в ОВДП на первинному фондовому ринку.

Щодо операцій з рефінансування, то порядок їх надання жорстко не регламентується, що в деякій мірі споріднює операції рефінансування ЄЦБ з операціями на відкритому ринку. Аналізуючи досвід застосування операцій рефінансування ЄЦБ варто відмітити відкритість, зрозумілість, гнучкість та широке коло інструментів рефінансування, що безперечно необхідно врахувати в ході удосконалення механізму рефінансування НБУ.

Система мінімальних резервів виконує в Європейському Союзі три основні функції в грошовій сфері:

1) стабілізації відсоткових ставок на фінансовому (грошовому) ринках. Зазначена функція системи мінімальних резервів забезпечується шляхом “встановлення середнього стану” кредитної інституції. Завдяки цьому підходу, кредитні інституції мають право використовувати у випадку необхідності фінансові ресурси, які вкладені на резервних рахунках. Зазначені ресурси можуть використовуватись у випадку, коли виникає тимчасова проблема з ліквідністю кредитної інституції. Кредитні інституції у вищезазначених випадках можуть використовувати фінансові ресурси зі своїх резервних рахунків, у випадку коли це може пом’якшити наслідки коливань фінансового стану, чи обмежити їх негативний вплив на рівень відсоткових ставок на фінансовому ринку;

2) зростання ліквідних активів на ринку. Ця функція досить важлива для ефективної реалізації єдиної валютної політики. Якщо на фінансових ринках буде відчуватись нестача ліквідних ресурсів, тоді ЄСЦБ ефективно виконає свою функцію постачальника ліквідних ресурсів на ринку;

3) контроль за грошовою експансією. Система мінімальних резервів допомагає ЄСЦБ контролювати грошову експансію завдяки еластичності відсоткових ставок попиту на кошти [70].

Обов'язковому резервуванню підлягають такі пасивні статті банківського балансу, як: депозити, боргові зобов'язання та короткострокові цінні папери. Резервна ставка коливається у межах від 0 до 2% і визначається на місячній основі.

Аналіз досвіду реалізації монетарної політики Європейського центрального банку дає змогу зробити висновок про те, що загальну схему застосування мінімальних обов'язкових резервів Національним банком України можна вважати достатньою мірою наближеною до чинної практики розвинутих країн. Водночас необхідно відзначити і наявність суттєвих розбіжностей, котрі умовно слід поділити на три основні групи, за якими в принципі можна визначити шляхи подальшого удосконалення системи обов'язкового резервування для комерційних банків нашої країни.

По-перше, якщо розглянути механізм визначення періоду для нарахування резервів, то цілком очевидною є розбіжність між подекадним, а в період кризи і щоденним, нарахуванням резервів, установленим методикою НБУ, та методами ЄЦБ, згідно з якими банки формують резерви із запізненням на один місяць і 24 дні. У цьому аспекті доцільно було б розглянути можливості збільшення періоду розрахунку резервів українськими комерційними банками (принаймні до 30 днів), що могло б стати умовою досягнення належної еластичності системи обов'язкового резервування, а розрахунковий період дозволяв би належно враховувати коливання залишків депозитів і планувати активні операції банків, забезпечуючи відповідну дохідність.

По-друге, на відміну від України, ЄЦБ на суму середнього значення обов'язкових резервів протягом періоду підтримання нараховує і сплачує проценти шляхом їх зарахування на рахунок комерційного банку. Тому для вирішення проблеми неефективного використання значних сум, сформованих комерційними банками ресурсів, Національному банку слід було б розглянути можливості нарахування плати за сформовані комерційними банками резерви (принаймні в розмірі половини встановленої

облікової ставки), що могло б стати важливим засобом підвищення ефективності функціонування кредитних установ загалом.

По-третє, для підвищення ефективності механізму обов'язкового резервування можна було б запропонувати низку заходів, котрі стосуються передусім диференціювання величини резервних вимог. Таке диференціювання можна здійснювати за кількома критеріями: 1) за строками залучення коштів – чим вони коротші, тим вищі ставки резервування, і навпаки; 2) за абсолютними сумами коштів, унесених на банківські депозити; 3) залежно від типів кредитних установ, їх розмірів, а також вибору пріоритетів під час здійснення активних операцій.

Саме запровадження елементів диференціювання резервних вимог за різними критеріями слід уважати одним із найбільш перспективних напрямів розвитку обов'язкового резервування в системі заходів монетарного регулювання економічних процесів, що може підвищити їхню гнучкість та ефективність. Загалом же реалізація означених вище напрямів удосконалення системи мінімальних обов'язкових резервів може створити оптимальну схему застосування Національним банком України резервних вимог як інструмента впливу на діяльність комерційних банків, адекватного системі, що використовується нині Європейським центральним банком.

Різноманітність інструментарію грошово-кредитної політики ЄЦБ та чіткість поставленої мети, а також високий рівень незалежності центрального банку робить монетарну політику досить гнучкою, що в свою чергу забезпечує використання ефективних механізмів антикризової політики.

***Перший період: адаптація операційного механізму до кризової ситуації.*** Першою реакцією банківської системи Єврозони на серпневі події 2007 р. стало падіння кредитної активності і, як наслідок, зростання ринкових відсоткових ставок і збільшення спреду між ставками по забезпечених і незабезпечених кредитів. Відповідні дії ЄЦБ виявилися в адаптації операційного механізму до кризової ситуації та надання додаткового обсягу

ліквідності з метою стабілізації короткострокових ставок міжбанківського ринку та їх зближення з офіційною ставкою.

***Другий період: перехід до нестандартних методів регулювання.***

Європейський центральний банк відреагував на ситуацію, що склалася агресивним зниженням ключових процентних ставок, трансформацією механізму управління ліквідністю і переходом до політики кредитного пом'якшення. Так, в умовах жорсткої залежності комерційних банків від кредитування в центральному банку Радою керуючих ЄЦБ було прийнято рішення про надання банківському сектору необмеженого обсягу ліквідності.

Додаткові заходи щодо стимулювання кредитування включали розширення списку активів, прийнятих як забезпечення, і поширення процедури аукціонів з фіксованою ставкою на операції рефінансування з більш довгим строком погашення.

***Третій період: пошук стратегій виходу з програм стимулювання.***

З урахуванням екстраординарного масштабу прийнятих антикризових заходів та формування значного навісу ліквідності в економіці провідних країн у середині 2009 р. принципове значення отримали питання, пов'язані з розробкою стратегії виходу з програм стимулювання [60, с. 54-57].

Досвід антикризової політики ЄЦБ вкотре підтверджує гнучкість та виваженість його монетарної політики, що є показовим прикладом для Національного банку України.

Підсумовуючи вищесказане, варто зауважити, що за доволі короткий проміжок часу з дня створення (1 червня 1998 року) Європейський центральний банк став еталоном для інших центральних банків країн світу, в тому числі і для України.

## ВИСНОВКИ ДО РОЗДІЛУ 3

1. Для удосконалення монетарного регулювання в Україні запропоновано наступні заходи: запровадження макропруденційного аналізу та макропруденційного нагляду; вироблення та реалізація чіткої довгострокової економічної політики, орієнтованої на інноваційний розвиток національної економіки; розробка принципів і механізмів координації грошово-кредитної, бюджетно-податкової та боргової політики держави з чітким узгодженням відповідальності окремих органів державної влади, термінів і умов проведення заходів; розширення інструментарію грошово-кредитної політики, розробка та застосування нового монетарного режиму, що враховує основні напрями розвитку як грошово-кредитної політики центрального банку, так і фінансової політики держави; удосконалення механізму курсоутворення та інституційних засад розвитку та інструментарію регулювання фінансового сектору на основі координації діяльності і посилення політичної, операційної та фінансової незалежності регуляторів і органів, що відповідають за формування державної фінансової політики тощо.

2. В умовах перехідної економіки та кризових явищ, коли ринкові інструменти не позначаються або не повною мірою позначаються на кредитній активності комерційних банків, поєднання їх з адміністративними методами дозволить посилити ефективність регулятивного впливу НБУ на кредитну активність банків. На даному етапі єдиним ефективним і реальним інструментом впливу на відновлення кредитної активності банків є механізми прямого кредитування. До інструментів прямого кредитування належать селективні кредити, дисконтні механізми та субсидування процентних ставок. Цей захід найефективніший при кредитуванні банків через спеціалізовані фінансові інститути, такі як державні банки розвитку, реконструкції тощо.

3. З метою досягнення цілей та ефективного використання інструментарію монетарна політика повинна базуватися на певних принципах, які будуть уніфікованими і прийнятними для будь-якої країни, а зокрема: 1) принцип операційної ефективності: інструменти та методи

центрального банку повинні дозволяти йому ефективно виконувати свої функції; 2) принцип ринкової економіки: реалізація грошової політики має відповідати потребам економіки економіку та забезпечувати вільну конкуренцію; 3) принцип звичайних, прозорих та економічних методів: визначає форми інструментів грошової політики та механізми їх використання. Саме ці принципи й покладені в основу грошово-кредитної політики одного з найбільших і найвпливовіших центральних банки Європи і світу – Європейського центрального банку.

4. Основою проведення ефективної грошово-кредитної політики в будь-якій країні світу і будь-яким центральним банком є забезпечення двох умов: 1) незалежність центрального банку, що дасть змогу використати ті інструменти грошово-кредитної політики та прийняти такі управлінські рішення, які забезпечують потреби економічного розвитку країни; 2) узгодженість монетарної і фіскальної політики, що забезпечить своєчасність, оперативність та виваженість застосування інструментів грошово-кредитної політики.

## ВИСНОВКИ

У результаті дослідження теоретичних аспектів грошово-кредитного регулювання економіки, а також аналізу підходів до ведення монетарної політики в умовах нестабільності на фінансових ринках, можна зробити ряд висновків, головними серед яких є:

1. Виходячи з аналізу різних науково-теоретичних підходів до визначення сутності монетарного регулювання та, враховуючи практичні аспекти ведення монетарної політики, запропоновано розглядати грошово-кредитне регулювання насамперед, як систему заходів у царині грошового обігу та кредиту, які спрямовуються на регулювання процентної ставки, норм обов'язкового резервування, операцій з цінними паперами на відкритому ринку, імпорту та експорту капіталу, рефінансування банківських установ, золотовалютних резервів. Вплив таких заходів має забезпечувати постійний економічний розвиток, ефективну зайнятість, недопущення розвитку інфляційних процесів, врівноваження платіжного балансу країни.

2. Визначено основні принципи (адекватність, гнучкість, систематичність) та напрямки грошово-кредитного регулювання, а саме: контроль над банківською системою з метою зміцнення її ліквідності, тобто здатності своєчасно покривати вимоги вкладників; управління державним боргом в умовах бюджетного дефіциту, великого зростання державної заборгованості, коли збільшується вплив державного кредиту на ринок позичкових капіталів; регулювання обсягів кредитних операцій та грошової емісії застосовується з метою впливу на господарську діяльність суб'єктів ринку.

3. На основі аналізу теоретичних підходів до методів грошово-кредитного регулювання зроблено висновок, що на різних етапах економічного розвитку доцільно застосовувати різні методи монетарного регулювання, а основним його завданням має бути пом'якшення або профілактика протиріч ринкового механізму. В умовах розвинутої та нормально функціонуючої економіки використання грошово-кредитного регулювання має зводитися до максимально можливої синхронізації економічних процесів. В умовах же серйозних проблем в економіці країни непрямих методів монетарного регулювання може виявитися

недостатньо, і вони мають бути доповнені прямим регулюванням з боку держави. Для підвищення дієвості грошово-кредитного регулювання важливим є комплексне та раціональне застосування принципів і монетаристської, і кейнсіанської теорій монетарного регулювання.

4. В процесі дослідження теоретичних основ грошово-кредитної політики, визначено, що методи грошово-кредитної політики – це сукупність прийомів і операцій, за допомогою яких суб'єкти грошово-кредитної політики впливають на об'єкти для досягнення поставлених цілей. Дані методи поділяються на прямі методи (адміністративні заходи у формі різних директив центрального банку, що стосуються обсягу грошової пропозиції та ціни на фінансовому ринку) та непрямі (впливають на мотивацію поведінки господарюючих суб'єктів за допомогою ринкових механізмів, мають більший часовий лаг, наслідки їх застосування менш передбачувані, ніж при використанні прямих методів). Загальні методи є переважно непрямими, що роблять вплив на грошовий ринок в цілому. Селективні методи регулюють конкретні види кредиту і носять в основному директивний характер.

5. Аналізуючи історію становлення і розвитку Національного банку України було встановлено, що його формування відбувалося під впливом процесів становлення держави Україна. В процесі свого розвитку Національний банк України пройшов від емісійного центру до розвинутого центрального банку з розгалуженим механізмом методів та інструментів грошово-кредитної політики, а інституційно-правова база проведення грошово-кредитної політики в Україні на сьогодні відповідає кращій практиці центральних банків провідних країн Європи та дає змогу на належному рівні забезпечувати виконання функції щодо забезпечення стабільності грошової одиниці України.

6. Виокремлено три етапи еволюції грошово-кредитної політики Національного банку України, а зокрема на першому етапі (1992-1994 рр.) було взято курс на стимулювання розвитку вітчизняного виробництва і підтримання соціальної сфери на рівні, що був встановлений ще за умов



адміністративно-командної економіки; на другому етапі (1995-1999 рр.) у якості стратегічної мети грошово-кредитного регулювання Національним банком України було взято курс на подолання гіперінфляції; на третьому етапі (2000-2008 рр.) спостерігається перехід української економіки починаючи із 2000-2001 рр. у фазу зростання, що також можна до деякої міри вважати результатом певної лібералізації монетарної політики Національного банку України.

7. Обґрунтовано, що валютно-курсова політика сьогодні залишається головним інструментом реалізації монетарної політики Національного банку адже структура української економіки нині є такою, що сукупний зовнішньоекономічний оборот перевищує обсяги ВВП країни. За таких обставин особливо гостро постає проблема правильного вибору найбільш оптимального цільового орієнтира монетарної політики, що передбачає дії центрального банку із таргетування одного із трьох основних макроекономічних параметрів: грошової маси, рівня інфляції або валютного курсу. Це передбачає можливість використання одного із трьох основних режимів монетарної політики: монетарне таргетування, валютне таргетування, інфляційне таргетування.

8. Проаналізовано практику використання монетарного інструментарію провідними центральними банками світу в умовах нестабільності на фінансових ринках, а зокрема в період фінансово-економічної кризи та виявлено основні перешкоди на шляху ефективного монетарного регулювання в Україні, а саме: низький рівень розвитку та інституційна недосконалість фондового ринку і сегмента небанківських фінансових установ в Україні, які не дають змоги задіяти на належному рівні притаманні розвинутим економікам механізми переливання капіталів між сегментами фінансового ринку і таким чином забезпечувати реакцію реального сектору економіки на монетарні регулювальні рішення; суттєвий вплив динаміки обмінного курсу на рівень цін в економіці, що зумовлено імпортозалежністю вітчизняної економіки, низький рівень узгодженості монетарної та фіскальної політики тощо.

9. Досліджено, що з огляду на особливості загальноекономічної політики, самостійно, без підтримки уряду, в умовах стагнації економіки України НБУ не зможе ефективно проводити монетарну політику та здійснювати грошово-кредитне регулювання. В умовах стагнації економіки метою монетарної політики повинен бути запуск «маховика» національної економіки, тобто кредитне стимулювання розвитку виробництва. Проте, слід зазначити, що незважаючи на проблеми загальноекономічної політики, в силу виснаження золотовалютних резервів Національному банку України потрібно відходити від режиму жорсткої фіксації обмінного курсу гривні. Найбільш прийнятним, на даний час, заходом НБУ є встановлення валютного коридору.

10. Для удосконалення монетарного регулювання в Україні запропоновано наступні заходи: запровадження макропруденційного аналізу та макропруденційного нагляду; вироблення та реалізація чіткої довгострокової економічної політики, орієнтованої на інноваційний розвиток національної економіки; розробка принципів і механізмів координації грошово-кредитної, бюджетно-податкової та боргової політики держави з чітким узгодженням відповідальності окремих органів державної влади, термінів і умов проведення заходів; розширення інструментарію грошово-кредитної політики, розробка та застосування нового монетарного режиму, що враховує основні напрями розвитку як грошово-кредитної політики центрального банку, так і фінансової політики держави; удосконалення механізму курсоутворення та інституційних засад розвитку та інструментарію регулювання фінансового сектору на основі координації діяльності і посилення політичної, операційної та фінансової незалежності регуляторів і органів, що відповідають за формування державної фінансової політики тощо.

11. В умовах перехідної економіки та кризових явищ, коли ринкові інструменти не позначаються або не повною мірою позначаються на кредитній активності комерційних банків, поєднання їх з адміністративними методами дозволить посилити ефективність регулятивного впливу НБУ на кредитну активність банків. На даному етапі єдиним ефективним і реальним

інструментом впливу на відновлення кредитної активності банків є механізми прямого кредитування. До інструментів прямого кредитування належать селективні кредити, дисконтні механізми та субсидування процентних ставок. Цей захід найефективніший при кредитуванні банків через спеціалізовані фінансові інститути, такі як державні банки розвитку, реконструкції тощо.

12. З метою досягнення цілей та ефективного використання інструментарію монетарна політика повинна базуватися на певних принципах, які будуть уніфікованими і прийнятними для будь-якої країни, а зокрема: 1) принцип операційної ефективності: інструменти та методи центрального банку повинні дозволяти йому ефективно виконувати свої функції; 2) принцип ринкової економіки: реалізація грошової політики має відповідати потребам економіки економіку та забезпечувати вільну конкуренцію; 3) принцип звичайних, прозорих та економічних методів: визначає форми інструментів грошової політики та механізми їх використання. Саме ці принципи й покладені в основу грошово-кредитної політики одного з найбільших і найвпливовіших центральних банків Європи і світу – Європейського центрального банку.

13. Основою проведення ефективної грошово-кредитної політики в будь-якій країні світу і будь-яким центральним банком є забезпечення двох умов: 1) незалежність центрального банку, що дасть змогу використати ті інструменти грошово-кредитної політики та прийняти такі управлінські рішення, які забезпечують потреби економічного розвитку країни; 2) узгодженість монетарної і фіскальної політики, що забезпечить своєчасність, оперативність та виваженість застосування інструментів грошово-кредитної політики.

## СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Аржевітін С. М. Монетарна політика в умовах фінансової кризи [Електронний ресурс] / С. М. Аржевітін. – Національний банк України. – Режим доступу : <http://www.nbu.gov.ua>.
2. Адамик Б. П. Центральний банк і грошово-кредитна політика Підручник. 2-ге видання, доп. і переробл. – К.: Кондор. – 2011. – 416 с.
3. Аналитический отчет о рынке кредитования малого и среднего бизнеса банками Украины за 2012 год [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.prostobankir.com.ua>.
4. Арбузов, С. Стан і перспективи розвитку грошово-кредитного ринку України / С.Арбузов, О.Щербакова // Вісник Національного банку України. – 2012. – № 6. – С. 3-8.
5. Баліцька В. В. Механізми монетарного регулювання: оцінка впливу на господарську діяльність та формування капіталу підприємств України / В. В. Баліцька // Економіка, фінанси, право. – 2008. – № 6. – С. 12-19.
6. Банківська система України: Монографія / В. В. Коваленко, О. Г. Коренева, К. Ф. Черкашина, О. В. Крухмаль. – Суми: ДВНЗ «УАБС НБУ», 2010. – 187 с.
7. Батковський В. А. Роль центральних банків у реалізації фінансових програм стабілізації [Текст] / В. А. Батковський, А. А. Даниленко, В. М. Домрачев // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України. Вип. 26: збірник наукових праць / Державний вищий навчальний заклад "Українська академія банківської справи Національного банку України". - Суми : ДВНЗ "УАБС НБУ", 2009. – с. 5-13.
8. Белінська Я. Пруденційний нагляд у сучасній монетарній політиці // Стратегічні пріоритети. – 2008 р. – №4(9). – С. 104-114.
9. Бюлетень Національного банку України [Текст] / Щомісячне аналітично-статистичне видання Національного банку України. – 2007. – №7. – 188 с.

10. Бюлетень Національного Банку України [Текст] / Щомісячне аналітично-статистичне видання Національного банку України. – 2010. – № 1. – 185 с.
11. Бюлетень Національного Банку України [Текст] / Щомісячне аналітично-статистичне видання Національного банку України. – 2013. – № 3. – 165 с.
12. Взаємодія між урядом і НБУ: оцінка поточної ситуації та рекомендації [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [www.ier.com.ua](http://www.ier.com.ua).
13. Головнін М. Вплив фінансової глобалізації на грошово-кредитну політику: теоретичні аспекти і реакція на фінансові кризи [Текст] / М. Головнін // Економіка України. – 2009. – №2. – С. 67–78.
14. Гальчинський А. Треба усвідомити безперспективність політики стимулювання експорту за рахунок заниженого курсу гривні [Електронний ресурс] / А. Гальчинський. – Режим доступу: <http://www.dt.ua/newspaper/articles/74236#>.
15. Гальчинський А.С. Криза і цикли світового розвитку [Текст]. – К., 2009. – 391 с.
16. Геєць В. Ліберально-демократичні заходи: курс на модернізацію України / В. Геєць // Економіка України. – 2010. – №3. – С. 4–20.
17. Геєць В. М. Стратегія монетарної політики: проблеми вибору та застосування : матеріали науковопрактичної конференції (25–26 квітня 2002 р.) / В. М. Геєць ; Національний банк України ; Світовий банк ; Інститут економічного прогнозування НАН України. – НБУ, 2002. – 269 с.
18. Гребеник Н. Основні віхи у формуванні та проведенні грошово-кредитної (монетарної) політики в Україні. Стаття друга. Розвиток і оптимізація механізмів та інструментів монетарної політики / Н. Гребеник // Вісник НБУ. – 2010. – № 2. – С. 10-15.
19. Гребеник Н. Основні віхи у формуванні та проведенні грошово-кредитної (монетарної) політики в Україні. Стаття третя. Шляхи вдосконалення

політики рефінансування Національним банком України / Н. Гребеник // Вісник НБУ. – 2010. – № 10. – С. 3-11.

20. Гребеник Н. Основні віхи у формуванні та проведенні грошово-кредитної (монетарної) політики в Україні. Стаття перша. Становлення монетарної політики в незалежній Україні / Н. Гребеник // Вісник Національного банку України. – 2007. – № 5. – С. 12–22.

21. Грей С. Пособия по вопросам деятельности центральных банков: Денежно-кредитные операции / С. Грей, Н. Телбот // Издание Центра исследований деятельности центральных банков, Банк Англии. – Лондон. – 2006. – 96 с.

22. Грошово-кредитні засоби регулювання економіки: Монографія / за заг. редакцією д-ра екон. наук Л. В. Кривенко; [Л.В. Кривенко, О.М.Дутченко, М. І. Синюченко та ін.]. – Суми: ДВНЗ «УАБС НБУ», 2010. – 210 с.

23. Денежно-кредитная политика ЕЦБ [Текст]. – Европейский центральный банк, 2004. – 161.

24. Дзюблюк О. В. Грошово-кредитна політика в період кризових явищ на світових фінансових ринках [Текст] / О. В. Дзюблюк // Вісник Національного банку України. – 2009. – № 5. – С. 20-30.

25. Дзюблюк О. В. Грошово-кредитний механізм регулятивного впливу Національного банку України на динаміку економічного розвитку [Текст] / О. В. Дзюблюк // Журнал європейської економіки. – 2007. – Том 6 (№3). – С.294-311.

26. Дзюблюк, О. Стратегія монетарної політики Національного банку України та її вплив на економічний розвиток / О. Дзюблюк // Вісник Національного банку України. – 2008. – № 1. – С. 8-16.

27. Енциклопедія банківської справи України [Текст] / Редкол.: В.С.Стельмах (голова) та ін. – К.: Молодь, Ін Юре, 2001. – 680 с. 6

28. Жук, М. М. Актуальні проблеми монетарної політики НБУ [Текст] / М. М. Жук // VII Міжнародна науково-практична конференція (24–25 травня 2012 р.): зб. тез доп. – 2012. – №2. – С. 60-61.

29. Жулінська, К. М. Ефективність дії грошово-кредитного механізму на економічну динаміку [Текст]: автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. економ. наук: спец. 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит / Жулінська Катерина Миколаївна ; ДВНЗ "Українська академія банківської справи НБУ". – Суми, 2012. – 22 с.

30. Закон України «Про Національний банк України» від 20 травня 1999 р. із змінами та доповненнями [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.portal.zakon.rada.gov.ua>.

31. Киреев А. П. Прикладная макроэкономика : учебник / А. П. Киреев. – М.: Международные отношения, 2006. – 456 с.

32. Ковалев М. Макропруденциальное регулирование – новая функция центробанков / М. Ковалев, С. Пасеко // Банкаўскі веснік. – 2010. – № 1. – С. 17–24.

33. Коваленко О. Модель гармонізації бюджетної і грошово-кредитної політик, орієнтована на розвиток / Л.О. Коваленко, О.В. Абакуменко //Актуальні проблеми економіки, 2011. – №7(121). – С. 241-251.

34. Козюк В. В. Монетарні засади глобальної фінансової стабільності: Монографія [Текст]. – Тернопіль: ТНЕУ, «Економічна думка», 2009. – 728 с.

35. Козюк В.В. Центральний банк та грошово-кредитна політика. – Тернопіль: Джура, 1999. – 260 с.

36. Конституція України // Відомості Верховної Ради України. – 1996. – № 30. – С. 141

37. Криклій, О. А. Фактори, що впливають на формування та реалізацію кредитної політики банків України : збірник тез VII Міжнародної науково-практичної конференції (18-19 жовтня 2012 р.) / ЧІБС УБС НБУ. – Черкаси, 2012. – С. 53-55.

38. Кузьмак О. М. Шляхи вдосконалення механізму рефінансування в

Україні [Текст] / О. М. Кузьмак // Вісник НУВГП. – 2007. – № 3 (39). – С. 152–158.

39. Лютий І. Теоретичні засади та особливості механізму грошово-кредитної політики в Україні / І. Лютий // Вісник Української академії банківської справи. – 2000. – № 1 (8). – С. 6–8.

40. Міщенко В., Крилова А. Методологічні засади запровадження макропруденційного регулювання та нагляду // Вісник НБУ. – 2011. – № 3. – С. 10-15.

41. Міщенко С. Удосконалення монетарної політики та регулювання фінансових систем / Міщенко С. // Вісник НБУ. – 2011. – № 5. – С. 21-27.

42. Макаренко М.І. Ефективність грошово-кредитного регулювання макроекономічної динаміки [Текст]: монографія / М. І. Макаренко, К. М. Жулінська. – Суми: ТОВ «Друкарський дім «Папірус», 2013. – 204 с.

43. Макаренко, М. І. Концептуальні зрушення в моделі грошово-кредитної політики під впливом кризи [Текст] / М. І. Макаренко // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : збірник тез доповідей XV Всеукраїнської науково-практичної конференції (8–9 листопада 2012 р.) / Державний вищий навчальний заклад “Українська академія банківської справи Національного банку України”. – Суми : ДВНЗ “УАБС НБУ”, 2012. – 211 с.

44. Мищенко С. В. Макропруденциальное регулирование денежно-кредитной сферы [Электронный ресурс] / С. В. Мищенко. – Режим доступа: <http://www.ibl.ru/konf/151211/makroprudencialnoeregulirovanie.html>.

45. Мищенко С. В. Современные подходы к реализации монетарной политики и регулированию финансовых систем / С. В. Мищенко // Известия Санкт-Петербургского университета экономики и финансов. – 2011. – No 3 (69). – С. 12–20.

46. Міщенко В. Інституційні засади державної підтримки банківського сектору в період кризи / В Міщенко., С. Шульга // Вісник НБУ. - 2009. - №8. - С. 13-15.



47. Міщенко В. Шляхи подолання фінансово-економічної кризи. / В.Міщенко, А. Сомик // Вісник НБУ. – 2009. – №2. – С. 3-7.
48. Міщенко В.І. Особливості дії трансмісійного механізму грошово-кредитної політики в умовах кризи / В.І.Міщенко, А.В.Сомик, Р.С.Лисенко / К.: Центр наукових досліджень НБУ, УБС НБУ, 2010 – 96 с.
49. Моисеев С. Р. Макропруденциальная политика: цели, инструменты и применение в России / С. Р. Моисеев // Банковское дело. – 2011. – No 5. – С. 12–20.
50. Моисеев С.Р. Денежно-кредитная политика: теория и практика: учеб. пособие. – М.: Экономистъ, 2005. – 652 с.
51. Монетарна політика Національного банку України: сучасний стан та перспективи змін [Текст]: монографія / За ред. В.С. Стельмаха. – К.: Центр наукових досліджень Національного банку України, УБС НБУ, 2009. – 404 с.
52. Мочерний С.В. Економічна теорія: навч. посібник. – Київ: Видавничий центр «Академія», 2005 [Електронний ресурс] // Режим доступу: [http://ebk.net.ua/Book/economics/mochernyi\\_et/literature.htm](http://ebk.net.ua/Book/economics/mochernyi_et/literature.htm).
53. Мурычев А. О модернизации банковского регулирования и надзора / А. Мурычев, С. Моисеев // Банковское дело. – 2010. – №3. – С. 26-32.
54. Непомнящий С. М. Удосконалення механізму рефінансування банків в Україні в період світової фінансової кризи [Текст] / С. М. Непомнящий // Науковий вісник Одеського економічного університету: збірник наукових праць. – 2009. - №19(97). – С. 27-37.
55. Офіційний сайт Європейського центрального банку [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://sdw.ecb.europa.eu>.
56. Офіційний сайт Національного банку України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua>.
57. Офіційний сайт Федеральної резервної системи Сполучених Штатів Америки [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.federalreserve.gov/>
58. Офіційний сайт Міжнародного валютного фонду [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.imf.org.ua>.

59. Оцінка стану платіжного балансу в серпні 2012 року (за попередніми даними) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=91917](http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=91917)

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

61. Проблеми реформування банківської системи України в контексті європейської інтеграції [Текст]: Інформаційно-аналітичні матеріали. Вип. 8 / В.І. Міщенко, А.В. Шаповалов, В.В. Крилова, В.В. Ващенко, Н.В. Грищук та інші – К.; Національний банк України. Центр наукових досліджень. 2007. – 266 с.

62. Продан Т.Я. Грошово-кредитна політика НБУ та її вплив на інфляцію та стабільність споживчих цін в Україні / Т.Я. Продан // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. – Серія: Економіка. – Вип. 112. – К., 2009. – С. 33–36.

63. Пуховкіна М.Ф. Центральний банк і грошово-кредитна політика. – К.: КНЕУ, 2003. – 180 с.

64. Пуховкіна М. Ф. Еволюція політики рефінансування в Україні [Електронний ресурс] / М. Ф. Пуховкіна // Фінанси, облік і аудит. – 2010. – №16. – С. 146-153. – Режим доступу: <http://ir.kneu.kiev.ua:8080/bitstream/2010/214/1/Пух.pdf>

65. Розвиток банківської системи України як основа реалізації стратегії економічного зростання [Текст]: монографія / За ред. д. е. н., проф. О. В. Дзюблюка. – Тернопіль: ТНЕУ, 2010. – 384 с.

66. Романишин В.О. Центральний банк і грошово-кредитна політика [Текст]: Навчальний посібник / В.О. Романишин, Ю.М. Уманців. – К.: Атіка, 2005. – 480 с.

67. Романчукевич В. Грошово-кредитна політика України в умовах глобалізації економіки [Текст]: автореф. дис. ... канд. екон. наук : 08.00.08 / Романчукевич Віталій Вікторович ; Ун-т банк. справи Нац. банку України (м. Київ). – К., 2011. – 21 с.

68. Сегеда Л. Національний банк України як базовий інститут антикризового регулювання економіки [Текст] / Л. Сегеда // Українська наука: минуле, сучасне, майбутнє. 2010. – Випуск 14-15. – С. 233-342.
69. Сирота А. Координація взаємовідносин Уряду і Національного банку України: окремі напрями вдосконалення законодавства // Фінансове право. – 2010. – №4. – С. 31-34.
70. Сідак М.В. Засади здійснення монетарної політики Європейським центральним банком в ЄС: правовий аналіз [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [www.nbuv.gov.ua/...1/.../LA111\\_12.pdf](http://www.nbuv.gov.ua/...1/.../LA111_12.pdf)
71. Сомик А. Особливості дії трансмісійного механізму грошово-кредитної політики в період кризи: канали цін активів, обмінного курсу та очікувань суб'єктів ринку / А. Сомик // Вісник НБУ. – 2010. – № 11. – С. 21-27.
72. Стельмах В.С. Грошово-кредитна політика в Україні / В.С. Стельмах, А.О. Єпіфанов, Н.І. Гребеник, В.І. Міщенко / за ред. В.І. Міщенка. – К.: Т-во Знання, КОО, 2000. – 305 с.
73. Стратегія інфляційного таргетування в грошово-кредитній політиці держави [Текст]: монографія / М. І. Макаренко, І. І. Д'яконова, Ф. О. Журавка та ін. – Суми: ДВНЗ «УАБС НБУ», 2008. – 108 с.
74. Тесля Н.П., Плотникова И.В. Денежно-кредитная и финансовая политика государства: учебное пособие. – М.: ИНФРА-М, 2012. – 174 с.
75. Фостяк В.В. Визначення ролі Національного банку України в умовах подолання фінансової кризи [Електронний ресурс] / В. В. Фостяк – Національний банк України. – Режим доступу : [http://www.nbuv.gov.ua/portal/Soc\\_Gum/VUbsNbU/2009\\_3/index.html](http://www.nbuv.gov.ua/portal/Soc_Gum/VUbsNbU/2009_3/index.html).
76. Фетисов Г.Г. Организация деятельности центрального банка: учебник / Г.Г. Фетисов, О.И. Лаврушин, И.Д. Мамонова; под общ. ред. Г.Г. Фетисова. – 2-е изд., стер. – М.: КНОРУС, 2007. – 432 с.
77. Фридмен, М. Количественная теория денег [Текст] / М. Фридмен. – М.: Эльф-Пресс, 1996. – С. 808.

78. Хансен Э. Денежная теория и финансовая политика / Хансен Э. ; пер. с англ. – М.: Дело, 2006. – 312 с.
79. Центральний банк і грошово-кредитне регулювання: [навч. посібник] / За ред. Косової Т.Д., Папаїки О.О. – К.: Центр учбової літератури, 2001. – 328 с.
80. Чистов С.М.: Фінансово-бюджетна та грошово-кредитна політика [Електронний ресурс] // Режим доступу: <http://libr.org.ua/book/95/2721.html>.
81. Ши́ра Н. Грошово-кредитна політика в системі державного регулювання економіки [Текст] : автореф. дис. ... канд. екон. наук : 08.00.03 / Ши́ра Ната́лія Олекса́ндрівна ; Донец. держ. ун-т упр. – Донецьк, 2011. – 20 с.
82. Щербакова О. Інституційно-правові засади проведення грошово-кредитної політики в Україні / О. Щербакова // Вісник НБУ. – 2011. – №10. – С. 36-39.
83. Щербакова О. Перспективи грошово-кредитної політики на етапі пост кризового відновлення економіки України / О. Щербакова // Вісник Національного банку України. – 2011. – № 8. – С. 4–8.
84. Энтов Р. М. Проблемы моделирования финансовых показателей: цены, обменный курс, процентные ставки, фондовый индекс в российской экономике [Текст]: монография / Р. М. Энтов, С. М. Дробышевский, С. А. Архипов и др. – М. : ИЭПП, 1998. – 117 с.
85. Ющенко В., Лисицький В. Гроші: розвиток попиту та пропозиції в Україні. – К.: Скарби, 2000. – 347 с.
86. Brockhaus-Enzyklopaedie: in 24 Bd – 18, voellig neubearbeitet, Auflage Mannheim: Brockhaus.
87. Evans Owen. Macroprudential indicators of Financial system soundness / Evans Owen, Leone Alfredo M. and over staff-team of IMF // IMF Washington DC. – April. – 2000.
88. Levine, R. Finance and Growth [Text] / R. Levine // NBER Working paper. – 2004. – № 7. – P. 30–44.

89. Mishkin, Frederic S. The Economics of Money, Banking and Financial Markets [Text] / Frederic S. Mishkin. – 6th ed. Boston-Addison Wesley, 2001. – 780 p.

90. Way Sh. J. Monetary Policies for Developing countries: The Role of Corruption / Shang-Jin, Haizhou Huang // IMF Working Paper. – 2003. – № 03\183 9