

5. Перерахунок даних щодо приватних грошових переказів в Україну за 2015–2017 роки / Національний банк України. Київ, 2018. URL: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=66364144>

6. Грошові перекази / Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=19208355>

7. Проміжна фінансова звітність / Національний банк України. URL: [http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat\\_id=359492](http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=359492)

8. Офіційний курс гривні до іноземних валют та показники валютного ринку України / Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/statistic/sector-external/data-sector-external#4>

9. Згруповані балансові залишки / Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/statistic/supervision-statist/data-supervision#1>

10. Закон України «Про валюту і валютні операції» від 21.06.2018 р. № 2473 VIII. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2473-19>

11. Постанова НБУ «Про запровадження міжнародного номера банківського рахунку (IBAN) в Україні» від 22.02.2019 р. № 41. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0162500-18>

#### REFERENCES

Aliyeva, D. "Metody stimulirovaniya eksportnogo proizvodstva" [Methods of stimulating export production]. <http://www.az-customs.net/rus/axnews/ob05-12-2003.htm>

Cherep, A. V., and Androsova, O. F. *Bankivski operatsii* [Banking operations]. Kyiv: Kondor, 2007.

Demchuk, N. I., Dovhal, O. V., and Vladyka, Yu. P. *Bankivski operatsii* [Banking operations]. Dnipro: Porohy, 2017.

Dziubliuk, O. V., and Pruskyi, O. S. *Orhanizatsiino-ekonomichniy mekhanizm funktsionuvannya komertsiiykh bankiv na valiutnomu rynku* [Organizational and economic mechanism of functioning of commercial banks in the foreign exchange market]. Ternopil: TNEU, 2008.

"Hroshovi perekazy" [Money transfers]. Natsionalnyi bank Ukrainy. <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=19208355>

[Legal Act of Ukraine] (2018). <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2473-19>

[Legal Act of Ukraine] (2019). <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0162500-18>

"Ofitsiyniy kurs hryvni do inozemnykh valiut ta pokaznyky valiutnoho rynku Ukrainy" [Official exchange rate of hryvnia to foreign currencies and indicators of the foreign exchange market of Ukraine]. Natsionalnyi bank Ukrainy. <https://bank.gov.ua/statistic/sector-external/data-sector-external#4>

"Pererakhunok danykh shchodo pryvatnykh hroshovykh perekaziv v Ukrainu za 2015-2017 roky" [Recalculation of data on private money transfers to Ukraine for 2015-2017]. Natsionalnyi bank Ukrainy. Kyiv, 2018. <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=66364144>

"Promizhna finansova zvitnist" [Interim financial statements]. Natsionalnyi bank Ukrainy. [http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat\\_id=359492](http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=359492)

"Zgrupovani balansovi zalysky" [Grouped balance sheets]. Natsionalnyi bank Ukrainy. <https://bank.gov.ua/statistic/supervision-statist/data-supervision#1>

УДК 338.23:336.74

JEL: E52; E58

## ОСНОВНІ ІНСТРУМЕНТИ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ ДЕРЖАВИ

©2019 КОРОВІЙ В. В.

УДК 338.23:336.74

JEL: E52; E58

### Коровій В. В. Основні інструменти монетарної політики держави

*Розкрито положення щодо функціонування основних інструментів і механізмів монетарної політики держави, зокрема визначення та регулювання норм обов'язкового резервування, процентної політики, рефінансування, валютних інтервенцій, операцій з цінними паперами на відкритому ринку, а також особливості їх застосування в умовах адаптації інфляційного таргетування. Поглиблено теоретико-методологічні засади використання монетарного інструментарію в умовах інституційних перетворень фінансової системи. Визначено цілі та здійснено аналіз основних показників грошово-кредитної політики України за період 2001–2019 рр., у тому числі індексу споживчих цін, облікової ставки, монетизації економіки, офіційного курсу національної грошової одиниці до долара США, міжнародних валютних резервів. З'ясовано, що держава в особі центрального банку через канали монетарної політики може стимулювати економічний розвиток відповідно до пріоритетів фінансово-економічної політики щодо підтримки економічного зростання, максимальної зайнятості, цінової стабільності та зовнішньоекономічної рівноваги. Висвітлено трансмісійний механізм монетарного регулювання та основні канали його реалізації з урахуванням циклічності економіки. Обґрунтовано необхідність посилення координації заходів грошово-кредитної політики з іншими складовими фінансової політики держави, зокрема бюджетно-податковою політикою. Охарактеризовано доцільність застосування симетричного та асиметричного монетарного регулювання в різних макроекономічних умовах. Визначено основні принципи діяльності центрального банку, що забезпечують можливість ефективного монетарного регулювання процесів ендогенного економічного зростання.*

*Ключові слова:* монетарна стратегія, монетарна політика, інфляція, інфляційне таргетування, валютний курс, економічний розвиток.

**DOI:**

**Табл.:** 1. **Бібл.:** 19.

**Коровій Валерій Вікторович** – кандидат економічних наук, доцент, докторант кафедри фінансів, Київський національний торговельно-економічний університет (вул. Київта, 19, Київ, 02156, Україна)

**E-mail:** [ndfi@knteu.kiev.ua](mailto:ndfi@knteu.kiev.ua)

**ORCID:** <http://orcid.org/0000-0002-0625-6547>

**Коровий В. В. Основные инструменты монетарной политики государства**

Раскрыты положения касательно функционирования основных инструментов и механизмов монетарной политики государства, в частности определения и регулирования норм обязательного резервирования, процентной политики, рефинансирования, валютных интервенций, операций с ценными бумагами на открытом рынке, а также особенностей их применения в условиях адаптации инфляционного таргетирования. Углублены теоретико-методологические основы использования монетарного инструментария в условиях институциональных преобразований финансовой системы. Определены цели и осуществлен анализ основных показателей денежно-кредитной политики Украины за период 2001–2019 гг., в том числе индекса потребительских цен, учетной ставки, монетизации экономики, официального курса национальной денежной единицы к доллару США, международных валютных резервов. Обосновано, что государство в лице центрального банка через каналы монетарной политики может стимулировать экономическое развитие в соответствии с приоритетами финансово-экономической политики для поддержки экономического роста, максимальной занятости, ценовой стабильности и внешнеэкономического равновесия. Рассмотрены трансмиссионный механизм монетарного регулирования и основные каналы его реализации с учетом цикличности экономики. Обоснована необходимость усиления координации мер денежно-кредитной политики с другими составляющими финансовой политики государства, в частности бюджетно-налоговой политики. Охарактеризована целесообразность применения симметричного и асимметричного монетарного регулирования в различных макроэкономических условиях. Определены основные принципы деятельности центрального банка, обеспечивающие возможность эффективного монетарного регулирования процессов эндогенного экономического роста.

**Ключевые слова:** монетарная стратегия, монетарная политика, инфляция, инфляционное таргетирование, валютный курс, экономическое развитие.

**Табл.: 1. Библ.: 19.**

**Коровий Валерий Викторович** – кандидат экономических наук, доцент, докторант кафедры финансов, Киевский национальный торговко-экономический университет (ул. Киото, 19, Киев, 02156, Украина)  
**E-mail:** ndfi@knteu.kiev.ua  
**ORCID:** <http://orcid.org/0000-0002-0625-6547>

**Koroviy V. V. The Main Instruments of the State's Monetary Policy**

The article discloses provisions regarding the functioning of the main instruments and mechanisms of the State's monetary policy, in particular the definition and regulation of the mandatory reservation norms, interest policy, refinancing, currency interventions, operations with securities in the open market, as well as the peculiarities of their application in the context of adaptation of inflation targeting. The theoretic-methodological bases of the use of monetary instruments in the context of institutional changes of the financial system are deepened. Goals are defined and the main indicators of Ukraine's monetary policy for the period of 2001-2019, including the consumer price index, interest rate, monetization of the economy, official rate of the national currency to the US dollar, international foreign exchange reserves are analyzed. It is substantiated that the State represented by the central bank through the channels of monetary policy can stimulate economic development in accordance with the priorities of its financial-economic policy to support economic growth, maximum employment, price stability and external economic equilibrium. The transmission mechanism of monetary regulation and the main channels of its implementation are considered taking into account the cyclicity of the economy. The need to strengthen coordination of the monetary policy measures with other components of the State's financial policy, in particular fiscal policy, is substantiated. The expediency of using both symmetrical and asymmetric monetary regulation in various macro-economic conditions is characterized. The basic principles of the central bank's activities are defined, ensuring that the processes of endogenous economic growth can be effectively regulated by monetary means.

**Keywords:** monetary strategy, monetary policy, inflation, inflation targeting, exchange rate, economic development.

**Tabl.: 1. Bibl.: 19.**

**Koroviy Valeriy V.** – PhD (Economics), Associate Professor, Candidate on Doctor Degree of the Department of Finance, Kyiv National University of Trade and Economy (19 Kioto Str., Kyiv, 02156, Ukraine)  
**E-mail:** ndfi@knteu.kiev.ua  
**ORCID:** <http://orcid.org/0000-0002-0625-6547>

За сучасних умов посилюється доцільність активізації фінансових інструментів регулювання економічного розвитку, важливе місце серед яких відведено монетарним. Пріоритетами грошово-кредитної політики є забезпечення цінової та фінансової стабільності в суспільстві. Крім того, важливим завданням залишається формування сприятливих умов для стійкого ендегенного економічного зростання. Досвід розвинутих країн світу під час останньої рецесії та посткризовий період засвідчив факт трансформації інструментарію монетарного регулювання, що надало додаткові позитивні імпульси для відновлення позитивної економічної динаміки. Науково-експертне середовище зайняло різні позиції щодо подальшої реалізації вітчизняної монетарної стратегії. Одна частина обґрунтовує доцільність продовження стримуючої монетарної політики для забезпечення поетапного зниження індексу споживчих цін у рамках використання режиму інфляційного таргетування з урахуванням емпіричного досвіду зарубіжних країн. Водночас інша наполягає на необхідності певного пом'якшення грошово-кредитної

політики шляхом зниження ключової процентної ставки задля активізації господарської та інвестиційної активності економічних суб'єктів. Від конфігурації завдань і цілей грошово-кредитної політики на середньострокову перспективу різнитимуться механізми їх досягнення в контексті забезпечення макроекономічного балансу. З огляду на сказане вважаємо за доцільне розглянути структурний склад основних інструментів монетарної політики держави.

Питанням розвитку методологічних засад монетарної політики, впливу її основних інструментів на економічне зростання присвячено праці зарубіжних науковців, зокрема Дж. Булард і К. Мітра (J. Bullard, K. Mitra) [1], Е. Гош, Дж. Острі та М. Чемон (A.R. Ghosh, J.D. Ostry, M. Chamon) [2], П. Ірланд (P.N. Ireland) [3], Е. Ліпер (E. M. Leeper) [4], Л. Менкофф (L. Menkhoff) [5], Дж. Тейлор і Дж. Вільямс (J. B. Taylor, J. C. Williams) [6] та інші.

Особливості використання монетарних інструментів у вітчизняних умовах ґрунтовно досліджували О. Дзюблюк і В. Рудан [7], В. Лагутін [8], В. Міщенко [9], К. Паливода [10], В. Стельмах [11], С. Шумська [12] та інші.

Водночас, незважаючи на значний науковий доробок дослідників у вищезгаданій площині, недостатньо розкритими є питання використання монетарного інструментарію для досягнення цінової стабільності та підтримки стійкого економічного зростання для країн із трансформаційною економікою за умов структурних змін системи управління публічними фінансами.

*Метою* даної статті є розвиток теоретико-методологічних положень щодо використання монетарного інструментарію в сучасних умовах інституційних перетворень фінансової системи.

Одним із найбільш вагомих інструментів макроекономічного регулювання є грошово-кредитна політика. Дана економічна категорія являє собою сукупність значущих заходів, направлених на корекцію грошової маси в обігу, обсягу банківських кредитів, рівня процентної ставки та інших показників грошового обороту та кредиту. Кінцеві завдання монетарної політики країни полягають в поступальному економічному зростанні, підтримці повної ефективної зайнятості населення, забезпеченні цінової стабільності та найбільш оптимального платіжного балансу держави. Монетарне регулювання соціально-економічного розвитку суспільства повинно реалізовуватися в тісній взаємодії з бюджетно-податковим і зовнішньоекономічним.

Серед дієвих важелів впливу на протікання макроекономічних процесів монетарній політиці належить особливе місце як механізму, завдяки якому держава в особі центрального банку може визначати пріоритетну спрямованість економічного розвитку, яка б відповідала базовим цілям фінансово-економічної політики, що здебільшого передбачають підтримку виробничого зростання та максимальної зайнятості, підтримку цінової стабільності та рівноваги зовнішньоекономічних зв'язків. Емпіричний досвід економічного розвитку, відмічений глобалізацією, масштабними змінами технологічних устроїв і структури світової економіки, періодичними фінансовими кризами, регіональними проблемами та специфікою національних економік, відображає комплексність і суперечливість процесів адекватного цілепокладання фінансового регулювання розвитку та монетарної політики.

Формування стратегічних пріоритетів грошово-кредитного регулювання економіки традиційно пов'язується з фундаментальними суперечностями у їх досягненні. Так, цінова стабільність (визначена доміантною ціллю монетарної політики більшості країн, зокрема й України) може суперечити принципу досягнення економічного зростання та максимальної зайнятості, оскільки зростання реального валового внутрішнього продукту доповнюється прискоренням інфляції із підвищенням попиту на фінансові ресурси. У такому разі центральний банк маневрує в реалізації грошово-кредитної політики, враховуючи

стан ринкової кон'юнктури та варіювання стадій економічного циклу, щоб не спричинити деструктивних змін у економічному середовищі.

Імовірність виникнення рецесії або ж стагфляції, що може набувати системного характеру, спричиняє перегляд глобальних цілей і завдань грошово-кредитної політики та їх корекції. Тому цілі й інструменти монетарної політики набувають нового змісту, виходячи за межі якісної організації грошових відносин і підпорядковуючись ширшому спектру задач антикризового управління [11]. Це активізує пошук найбільш оптимальних напрямів державного грошово-кредитного регулювання у формі стратегії, яка відіграє найбільш важливу роль у сукупності здійснюваних заходів макроекономічного регулювання.

Формуючи та реалізуючи монетарну політику в розрізі коротко-, середньо- та довгострокового періодів, країна переважно орієнтується на досягнення глобальних соціально-економічних цілей за допомогою різноманітних заходів, які мають чітко детермінований часовий горизонт. Держава прагне чинити певний вплив на процеси суспільного виробництва, використовуючи як трансмісійний механізм різні інструменти грошово-кредитної сфери [13]. У зв'язку з цим монетарна політика повинна орієнтуватися на коротші за часом досягнення цільові маркери, зокрема обсяги грошової маси, процентну ставку й обмінний курс. Її основними інструментами є ліміти кредитування, операції на відкритому ринку (що реалізуються за ініціативи центрального банку, в ході яких вона або безпосередньо купує-продає цінні папери, або проводить кредитні/депозитні аукціони), пряме регулювання відсоткової ставки, зміни норм обов'язкового резервів, ставки рефінансування (що хоч і здійснюється з ініціативи і в обсягах, необхідних різним, зокрема недержавним, кредитним установам, проте входять до завдань центрального монетарного регулятора) тощо.

Центральний банк володіє відповідним інструментарієм забезпечення цінової та фінансової стабільності, активації процесів економічного зростання, зокрема шляхом визначення та регулювання норм обов'язкового резервування, процентної політики, рефінансування, валютних інтервенцій, операцій із цінними паперами на відкритому ринку тощо. Традиційний підхід до реалізації монетарної політики полягає у використанні даних інструментів для досягнення конкретних цілей і завдань [14]. Центральний банк має володіти високою незалежністю прийняття рішень, важливим є питання вдосконалення якісного рівня інституційного середовища його функціонування. Дотримання принципу комплексності реалізації політики, зокрема в трансформаційних економіках, є умовою досягнення планових результатів. Комбіноване використання інструментів і методів не повинно суперечити цілям досягнення цінової та фінансової

стабільності. Формування основної мети монетарної політики розвитку, підпорядкування їй другорядних цілей, окреслення спектра інструментів їх досягнення дозволяє посилювати результативність державної фінансової політики [15].

**П**ідготовка монетарної стратегії дозволяє розмежувати стратегічні й оперативні цілі відповідної політики, встановлює інституційні обмеження діяльності центрального банку, забезпечує збалансованість грошово-кредитного ринку. Трансмісійний механізм монетарного регулювання через грошовий, відсотковий, валютний і кредитний канали непрямо діє на процеси розвитку, пріоритетом при цьому визначається досягнення в перспективі макроекономічної рівноваги. Компонентний склад грошово-кредитної політики визначається економічною циклічністю, доцільним є формування адаптивних заходів, враховуючи кон'юнктуру ринку та макроекономічну динаміку. Ухвалення рішень стосовно використання інструментів монетарного регулювання потребує оцінки потенційного часового інтервалу, протягом якого буде відчутним вплив на обраний орієнтир.

Обов'язкове резервування є класичним монетарним інструментом, котрий застосовується для регулювання обсягу грошової маси, підтримки рівня ліквідності банків, достатнього для виконання ними фінансових зобов'язань. Зміна норм обов'язкових резервів чинить вагомий вплив на стан кредитування, дозволяє реалізувати контрциклічну та антиінфляційну політику. Збільшення нормативу призводить до зниження ліквідності банків та пропозиції грошей, звужує можливості здійснення активних операцій. Зниження нормативу призводить до підвищення ліквідності. Даний інструмент характеризується імперативним і постійним характером дії для всіх банківських установ. Емпірично доведено, що економічна ефективність обов'язкового резервування є недостатньою внаслідок нерівномірності розподілу ліквідності банківської системи [16]. Уніфікований підхід до встановлення нормативів резервування не враховує фінансову стійкість банків, впливає на конкурентоспроможність національної банківської системи порівняно з фінансовими посередниками та юрисдикціями із менш жорсткими резервними вимогами. Більшість країн, котрі застосовують режим інфляційного таргетування, розглядають обов'язкове резервування як складову системи управління короткостроковими відсотковими ставками.

Установлення ключової процентної ставки має відбуватися із дотриманням низки правил, виступаючи реакцією центрального банку на макроекономічну динаміку. У розвинених економіках, наприклад у США, відбувається щоквартальний перегляд розміру ключової процентної ставки, а її корекція здійснюється досить плавно, без сильних коливань. Загалом

монетарна політика є інерційною, що надає центральному банку змогу фокусувати очікування економічних суб'єктів на цілях стабілізації, завдяки чому досягається вища результативність діяльності. Доволі простим і, водночас, функціональним правилом при цьому є правило Тейлора щодо встановлення короткострокової відсоткової ставки [16].

**Е**кономічні зрушення обумовили потребу модернізації монетарної політики, ущільнення її взаємодії із бюджетно-податковою. Вагомим аспектом модернізації стало забезпечення адекватної дії змін ключової відсоткової ставки на множині ставок грошового ринку для виконання стратегічних задач відповідної політики. Завдяки дії відсоткового каналу коректуються короткострокові ставки, залежно від зміни облікової. НБУ встановлює відсоткові ставки за інструментами постійного доступу, депозитними сертифікатами, кредитами рефінансування тощо. Вони виконують роль інформаційного супроводу для економічних суб'єктів при ухваленні ними рішень на користь споживання, заощадження чи інвестування. Залежно від інституційної архітекtonіки та лагових ефектів виникають специфічні особливості та різний характер впливу змін відсоткових ставок на економічні процеси. У короткостроковому часовому інтервалі зростання ставок пов'язане зі зниженням схильності до здійснення позик і погіршенням загальних умов кредитування, підвищенням вартості обслуговування держборгу на внутрішньому ринку, перетвореннями в структурі кредитних портфелів комерційних банків – зниженням питомої ваги в них ризикових інструментів. У довгостроковому часовому інтервалі помітно знижується частота ризикових операцій, інвестиційні ресурси концентруються в базових галузях і низькоризикованих проектах, послаблюються інфляційні процеси, зменшується рівень левериджу, поліпшується структура відсоткових ставок грошово-кредитного ринку.

Збільшуючи ключову процентну ставку центральний банк коректує рівень ліквідності фінансової системи, внаслідок чого зменшуються рівні показників грошової бази і монетизації, скорочується грошова пропозиція. Процентна політика є основою визначення вартості грошей в національній економіці. В умовах високої волатильної інфляції, критичного впливу немонетарних, зокрема фіскальних, факторів на її динаміку, технічне зниження облікової ставки не приведе до зниження відсоткових ставок на ринку через закладання вагомих премій за ризик [17]. Загалом, у трансформаційних економіках застосування ключової процентної ставки як грошово-кредитного інструменту є результативним в умовах таргетування інфляції та вільного курсоутворення, що знижує макроекономічну невизначеність. Основні характеристики монетарного простору України наведено в *табл. 1*.

Основні показники монетарної політики України за період 2001–2019 рр.

| Рік               | ІСЦ <sup>2</sup> , % | Облікова ставка, % | Монетизація <sup>3</sup> , (М2 до ВВП), % | Офіційний курс гривні до долара США | Міжнародні валютні резерви, місяців імпорту |
|-------------------|----------------------|--------------------|---|-------------------------------------|---|
| 2001              | 6,10                 | 19,32              | 22,13                                     | 5,37                                | 1,81  |
| 2002              | -0,60                | 9,43               | 28,48                                     | 5,32                                | 2,58  |
| 2003              | 8,20                 | 7,00               | 35,33                                     | 5,33                                | 3,01  |
| 2004              | 12,30                | 7,58               | 36,36                                     | 5,32                                | 3,21  |
| 2005              | 10,30                | 9,20               | 43,75                                     | 5,12                                | 5,32  |
| 2006              | 11,60                | 8,95               | 47,67                                     | 5,05                                | 5,03  |
| 2007              | 16,60                | 8,20               | 54,29                                     | 5,05                                | 5,40  |
| 2008              | 22,30                | 11,30              | 54,06                                     | 5,27                                | 3,79  |
| 2009              | 12,30                | 11,21              | 53,08                                     | 7,79                                | 5,65  |
| 2010              | 9,10                 | 9,13               | 55,13                                     | 7,93                                | 5,67  |
| 2011              | 4,60                 | 7,75               | 52,36                                     | 7,97                                | 3,85  |
| 2012              | -0,20                | 7,59               | 54,64                                     | 7,99                                | 2,82  |
| 2013              | 0,50                 | 7,03               | 62,29                                     | 7,99                                | 2,42  |
| 2014              | 24,90                | 10,40              | 60,98                                     | 11,89                               | 1,24  |
| 2015              | 43,30                | 25,45              | 50,20                                     | 21,84                               | 3,18  |
| 2016              | 12,40                | 17,93              | 46,21                                     | 25,55                               | 3,55  |
| 2017              | 13,70                | 13,16              | 40,52                                     | 27,01                               | 3,61  |
| 2018              | 9,80                 | 17,04              | 36,83                                     | 27,36                               | 3,54  |
| 2019 <sup>1</sup> | 6,70                 | 16,80              | 37,00                                     | 26,15                               | 3,75  |

Примітки: <sup>1</sup> – прогнози дані; <sup>2,3</sup> – грудень до грудня.

Джерело: розраховано автором на основі даних Національного банку України та Державної служби статистики України.

Узагальнюючи статистику, можна зазначити, що монетарна політика в Україні пройшла суттєві перетворення. Якщо на початку 2000-х років середовище грошово-кредитного регулювання характеризувалося високою волатильністю облікової ставки (наприклад, її зниження у 2002 р. склало майже 10 п. п.), низької монетизації (до 30%), фіксованим курсом й очевидно недостатніми міжнародними валютними резервами, то інституційні перетворення в монетарній політиці протягом 2015–2019 рр. привели до побудови логічної та виваженої парадигми, що підпорядковується середньостроковій стратегії економічного розвитку.

Якщо основною ціллю провадження монетарної політики визнати цінову стабільність, варто зазначити, що більшу частину аналізованого періоду вказана ціль не досягалася. Більше того, з 19 аналізованих років лише у двох спостерігалася дефляція, у семи – індекс споживчих цін був однозначним, і навпаки, у 2008, 2014 і 2015 рр. інфляція набувала галопуючого характеру з річним зростанням у межах 20–40 п. п.

Подією у сфері монетарного регулювання стало затвердження Постанови Правління НБУ «Про основні засади грошово-кредитної політики на 2016–2020 роки». Завдання центробанку щодо цінової стабільності формалізувалося в: індикативі інфляції на пер-

спективу до 4 років; виборі механізмів досягнення вказаного із поквартальною деталізацією; закріпленні регулювання ключової процентної ставки як основного інструменту монетарного регулювання; ущільненні прив'язки ставок за активними та пасивними операціями з корекції ліквідності банківської системи до ключової відсоткової ставки.

Хоча у 2015 р. інфляція склала 43,3% внаслідок девальвації гривні, суттєвого підвищення регульованих тарифів на вуглеводні та електроенергію не відбулося – для послаблення відповідних ризиків НБУ пом'якшував монетарну політику, знижуючи процентну ставку. Відбулося зниження бюджетного дефіциту, обґрунтоване підвищення соцстандартів і гарантій, внаслідок чого інфляція зменшилася до 12,4%, а запровадження режиму інфляційного таргетування дозволило надалі стабілізувати значення індексу споживчих цін.

Важливим стало прийняття Закону України від 21.06.2018 р. № 2473-VIII «Про валюту і валютні операції», яким оновлено засади проведення валютних операцій, нагляду та регулювання. З досягненням стабільного економічного розвитку мають поступово скасовуватися й всі адміністративні валютні обмеження. У перспективі таке регулювання спиратиметься на принципи свободи операцій, орієнтованості на

ймовірні ризики, транспарентності, достатності та результативності, самостійності. Перехід до режиму плаваючого курсу відбився на діях НБУ на валютному ринку. Завданням грошово-кредитного регулятора є послідовне згладжування різких коливань курсу на валютному ринку, адже жорстке прив'язування до індикативних значень міжнародних резервів звужує маневреність інтервенцій. Досвід засвідчив плавну девальвацію гривні, що менш деструктивно для національної економіки України, ніж шоківий сценарій.

Упродовж аналізованого періоду політика центробанку щодо офіційного курсу національної валюти до долара США також кардинально змінювалася. Хоча інфляційне таргетування передбачає, перш за все, публічне оголошення кількісних індикаторів інфляції та зобов'язання центробанку досягати їх у контексті середнього строку наукового передбачення, вказаний режим щільно корелює з процентною політикою, що видно з наведеної статистики. Стратегічні рішення у сфері монетарної політики приймаються, враховуючи інфляційний прогноз. Вагомим грошово-кредитним інструментом і водночас оперативним орієнтиром при цьому виступає відсоткова ставка. Якщо прогноз інфляції перебуває вище цільового значення, для протидії їй реалізується так звана політика «дорогих грошей», що полягає в підвищенні процентної ставки. На противагу, при перевищенні цільовим рівнем прогнозованого рівня інфляції раціональною та виправданою є політика «дешевих грошей», що полягає у зниженні процентної ставки.

**В**аріюючи ставки за операціями з банками, центробанк чинить вплив на умови, згідно з якими комерційні банки укладають угоди між собою, і на вартість короткострокових кредитів. Через механізми переливання капіталу між секторами фінансового ринку ціна короткострокових кредитів діє на відсоткові ставки банків за кредитно-депозитарними операціями із суб'єктами господарювання, обмінний курс національної валюти й ціни інших фінантивів.

Загалом, змінюючи відсоткову ставку, центральний банк непрямо впливає на макроекономічні показники внутрішнього валового продукту та інфляції, що називається механізмом монетарної трансмісії. В Україні центральний банк фактично перейшов до застосування режиму таргетування інфляції, починаючи з 2016 р. Раніше тривала підготовка, що включала створення всіх вагомих передумов його запровадження. На первинному етапі (2014–2015 рр.) створювалися технічні передумови, зокрема будувалися макроекономічні моделі й розроблявся квартальний прогностичний цикл. На вторинному етапі (перша половина 2015 р.) закладалися інституційні передумови, зокрема досягнення незалежності НБУ в застосуванні інструментів виконання цілей, усунення бюджетно-податкового домінування, зміцнення процесу прийняття рішень з грошово-кредитної політи-

ки. Із другої половини 2015 р. розпочався етап впровадження ключових елементів режиму інфляційного таргетування.

Для посилення прозорості грошово-кредитної політики в процесі переходу до новітнього режиму була оприлюднена Дорожня карта з переходу до інфляційного таргетування, де визначалися напрями дій НБУ із метою створення необхідних передумов успішного функціонування відповідного режиму; окреслювалися практичні кроки до забезпечення щільної координації з Радою НБУ, КМУ, Державною службою статистики України і МВФ; доводився інструментарій, механізми і процедури в повній відповідності до стандартів режиму; посилювалася аналітична підтримка процесів прийняття рішень з відповідної політики та підвищення обізнаності й розуміння громадськістю заходів монетарного регулювання розвитку.

**О**дним із пріоритетів діяльності центрального банку в Україні також є посилення результативності механізмів монетарної трансмісії. Це включає еволюцію ринку державних цінних паперів, а також фондових деривативів, валютну лібералізацію та переформатування банківського сектора.

Окрім традиційної симетричної конфігурації ключових відсоткових ставок, центробанки різних країн світу протягом тривалого часу активно використовують ряд способів проведення процентної політики, що дозволяють досягати цілей монетарного регулювання соціально-економічного розвитку, зокрема прискореного досягнення й забезпечення макроекономічної стабільності. Вказані підходи включають використання:

- ✦ асиметричного відсоткового коридору, де ключова процентна ставка зміщена до верхньої або нижньої межі;
- ✦ системи верхньої або нижньої межі відсоткового коридору, сформованої безпосередньо ключовою процентною ставкою;
- ✦ методик, заснованої на управлінні ставками монетарного ринку в рамках процентного коридору, утвореного двома відсотковими ставками за співнапрямленими операціями.

З огляду на глобальні виклики перед вітчизняною економікою, роль асиметричних методик грошово-кредитного регулювання значно посилюється. На наш погляд, розвиток зазначених інструментів розширить можливості грошово-кредитної політики в рамках режиму інфляційного таргетування.

Для гарантії адекватного регулювання відсоткових ставок та обсягу міжбанківського кредитування, ефективного управління фінансовими ризиками використовуються механізм регулювання діапазону відсоткового коридору. Для впливу на динаміку валютного курсу, найбільшої оптимізації грошово-кредитних умов економічного розвитку тощо центральний банк використовує механізм управління

обліковою ставкою в межах визначеного коридору. Визначення оптимальних меж коридору відсоткових ставок здійснюється, враховуючи структурні особливості фінансового ринку. Такі ставки за інструментарієм постійного доступу лімітують амплітуду ставок міжбанківського ринку та є граничними. Для трансформаційних економік діапазон коридору зазвичай є вищим, ніж для розвинутих, що припускає більші коливання короткострокових ставок. Однак ширший діапазон спричиняє деякі стимули для фінансових інституцій щодо усунення ймовірного дисбалансу ринку міжбанківського кредитування.

**З**вужуючи розрив між обліковою та граничними ставками, центробанк зменшує потенційне відхилення фактичних ставок від цільових індикаторів і мінімізує трансакційні витрати кредитних організацій. Вузкий коридор (менше 200 б. п.) підвищує ефективність адміністрування процентних ставок, що виливається в зростання довіри до центробанку. Слід акцентувати увагу на тому, що діапазон коридору є динамічним, адаптується до коливань економічного середовища [17]. Досвід трансформаційних економік, які адаптували режим інфляційного таргетування, у т. ч. Туреччини, Індонезії, Перу, засвідчує, що при порушенні макрорівноваги границі коридору відсоткових ставок розширюються, що, однак, є тимчасовим заходом. А в розвинутих економіках відмічено тенденцію до звуження коридору граничних ставок для збільшення доступності й привабливості операцій із регулювання ліквідності системи комерційних банків.

Метод регулювання облікової ставки в межах процентного коридору полягає в застосуванні неklasичного підходу до наближення ключової ставки до однієї з двох граничних. Особливої ваги використання цього механізму отримує в країнах, у фінансовому секторі котрих домінанта позиція належить банкам. Симетричність відсоткових ставок за інструментами постійного доступу відносно до облікової є елементом нейтральної грошово-кредитної політики. Водночас, за умов асиметрії ключової ставки, здійснюються заходи активного монетарного регулювання шляхом впливу на привабливість кредитно-депозитних операцій. Елімінуючи розрив між обліковою і процентною ставками за кредитами овернайт, формуються умови для зростання ліквідності. Наближуючи рівень ключової відсоткової ставки до розміру ставки за депозитними сертифікатами овернайт, підвищується інтерес ринкових суб'єктів до цього інструменту, знижується ліквідність. Можливим є застосування асиметричного коридору ставок як інструменту впливу на структуру капіталу й обмінний курс. Посилаючи відносну привабливість депозитних операцій, центральний банк формує умови для притоку іноземної валюти, прагнучи зміцнити чи накопичити міжнародні резерви. Наближаючи облікову ставку до граничної процентної за кредитами

овернайт, центробанком надаються певні імпульси зростання ліквідності, що вірогідно позначається на послабленні національної валюти.

Рефінансування застосовується для підтримки необхідної ліквідності банків і стимулів кредитування реального сектора економіки [18; 19]. Воно може виступати дієвим інструментом центробанку й основним каналом грошової емісії. Керуючись потребою досягнення стратегічних і оперативних цілей, НБУ має проводити аналіз і прогнозувати оцінку ліквідності грошово-кредитного ринку. За його результатами слід приймати відповідні рішення щодо величини необхідної грошової маси на ринку. За умов кризи держава часто відіграла роль останнього кредитора для банківської системи, у тому числі за рахунок коштів державного бюджету. Через різке зниження вільної ліквідності під час протікання Великої Рецесії та кризи 2014–2015 рр. НБУ для підтримки стабільності комерційних банків здійснював вагомe рефінансування. У 2008 р. – на суму 169,6 млрд грн, у 2009 р. – на 64,4 млрд грн, у 2014 р. – на 222,3 млрд грн, у 2015 р. – на 75,4 млрд грн. Причому у 2008–2009 рр. більша частина фінресурсу спрямовувалася на міжбанківський валютний ринок, після чого можливості здійснення спекулятивних операцій банків на ринку були усунені шляхом підвищення дієвості контролю НБУ за використанням коштів рефінансування, визначення цільового спрямування останнього.

**П**опри декларування цілі цінової стабільності у стратегічних документах, грошово-кредитна політика не може зосереджуватися виключно на протидії інфляції, а повинна виступати невід'ємною складовою комплексу регуляторних і, за потребою, антикризових заходів, підпорядковуючись основним завданням економічної політики держави. При цьому необхідно дослідити ті умови, в яких монетарний регулятор доступним йому інструментарієм може визначати характер протікання економічних процесів з огляду на сукупність проблем, що виникають у вітчизняній економіці.

Враховуючи ймовірність певних викликів для подальшого розвитку економіки та банківського сектора, актуальним є детермінація та переосмислення ролі й завдань центрального банку в системі макроекономічного регулювання. Обрання інфляційного таргетування основним режимом грошово-кредитної політики породжує ряд прикладних невизначеностей щодо ролі центробанку як основної інституції державного монетарного регулювання, оскільки пряма імплементація емпіричного досвіду країн із розвинутою і трансформаційною економікою у вітчизняних реаліях може мати деструктивний характер.

Необхідно відмітити, що регулювання ключової процентної ставки є інструментом прямого впливу, а решта засобів – опосередкованого. При інституційному вдосконаленні ринкових відносин непрямі

інструменти часто одержують пріоритетну роль. Однією із основних функцій НБУ є здійснення перманентного контролю над пропозицією грошей шляхом безпосереднього впливу на грошову масу. Фактичний обсяг пропозиції грошей складається в результаті операцій комерційних банків з прийому депозитів і надання кредитів. Для здійснення контрольних-регулюючих функцій НБУ створює обов'язкові резерви, зберігання яких на практиці приводить до зменшення активної грошової маси. Співвідношення грошової пропозиції до відповідної бази є грошовим мультиплікатором, контроль якого є одним із основних завдань центробанку.

Незалежність центробанку є запорукою розробки якісної грошово-кредитної політики, тому доцільним є визначення її основних критеріїв. Базовою ознакою останньої є формальне визначення функціоналу, розподілу повноважень, відповідальності, засад і меж функціонування монетарної установи у вигляді закону. Повноваження із розробки грошово-кредитної політики повинні виключно належати Правлінню НБУ. Чіткого визначення вимагає основна мета монетарного регулювання. Необхідні інституційні обмеження стосовно прямого кредитування уряду, уникнення емісійного фінансування бюджетного дефіциту.

## ВИСНОВКИ

Основною метою монетарної політики держави є досягнення довгострокової цінової стабільності. Відповідний інструментарій грошово-кредитної політики відображає стратегічні орієнтири політики, що проявляються в ухваленні управлінських рішень та досягненні завдань, що поставлені монетарним регулятором на певному етапі інституційного розвитку фінансової системи.

Механізми та цілі монетарної політики країни мають реагувати та змінювати фаз економічного циклу, необхідним є формування адаптивних заходів, ураховуючи сучасний стан і прогностичні оцінки економічного розвитку. Важливими інструментами є ліміти кредитування, операції на відкритому ринку, регулювання облікової ставки, зміни норм обов'язкового резервів, ставки рефінансування. Регулювання ключової процентної ставки здійснює значний вплив на динаміку сукупного попиту та споживчої інфляції. Водночас застосування ключової процентної ставки як грошово-кредитного інструменту є більш результативним в умовах таргетування інфляції та вільного курсоутворення, що знижує макроекономічну невизначеність. Симетричність відсоткових ставок за інструментами постійного доступу відносно облікової є елементом нейтральної грошово-кредитної політики. Разом з тим, за умов асиметрії ключової ставки, здійснюються заходи активного монетарного регулювання шляхом впливу на привабливість кредитно-депозитних операцій.

Пріоритетом діяльності центрального банку є посилення результативності механізмів монетарної трансмісії, що потребує інституційного вдосконалення внутрішнього ринку державних цінних паперів, пролонгації валютної лібералізації та структурних змін банківського сектора. ■

## ЛІТЕРАТУРА

- 1. Bullard J., Mitra K.** Learning about monetary policy rules. *Journal of Monetary Economics*. 2002. Vol. 49. Issue 6. P. 1105–1129.
- 2. Ghosh A. R., Ostry J. D., Chamon M.** Two targets, two instruments: Monetary and exchange rate policies in emerging market economies. *Journal of International Money and Finance*. 2016. Vol. 60. P. 172–196.
- 3. Ireland P. N.** Monetary policy, bond risk premia, and the economy. *Journal of Monetary Economics*. 2015. Vol. 76. P. 124–140.
- 4. Leeper E. M.** Sweden's Fiscal Framework and Monetary Policy. *National Bureau of Economic Research*. 2018. No. w24743. URL: <https://www.nber.org/papers/w24743.pdf>
- 5. Menkhoff L.** Monetary Policy Instruments for European Monetary Union. Springer Science & Business Media, 2013.
- 6. Taylor J. B., Williams J. C.** Simple and robust rules for monetary policy. In: *Handbook of monetary economics*. 2010. National Bureau of Economic Research. URL: <https://www.nber.org/papers/w15908.pdf>
- 7. Дзюблюк О. В., Рудан В. Я.** Окремі критичні аспекти оцінювання Основних засад грошово-кредитної політики Національного банку України. *Економічний аналіз*. 2017. Том 27. № 3. С. 120–133.
- 8. Лагутін В. Д.** Пріоритети координації бюджетної та монетарної політики в Україні. *Фінанси України*. 2011. № 10. С. 3–14.
- 9. Міщенко В. І.** Роль і функції монетарного трансмісійного механізму в забезпеченні цінової стабільності. *Фінанси України*. 2015. № 1. С. 29–46.
- 10. Паливода К. В.** Монетарна політика як інструмент активізації економічного зростання. *Актуальні проблеми економіки*. 2012. № 2. С. 99–109.
- 11.** Монетарна політика Національного банку України: сучасний стан та перспективи змін / за ред. В. С. Стельмаха. Київ, 2009. 404 с.
- 12. Шумська С. С.** Монетарна політика та відновлення економічного зростання в Україні. *Економіка і прогнозування*. 2015. №3. С. 21–41.
- 13. Буковинський С. А., Унковська Т. Є., Джус М. О.** До питання розробки стратегії монетарної політики Національного банку України. *Економіка України*. 2015. № 8. С. 4–30.
- 14. Дробышевский С. М., Киюцевская А. М., Трунин П. В.** Возможности процентной политики центральных банков. *Экономическая политика*. 2018. № 13 (4). С. 42–61.
- 15.** Бюджетно-податкова політика у системі регулювання економіки: монографія / за заг. ред. І. Я. Чугунова. Київ: Глобус-Пресс, 2018. 350 с.
- 16. Taylor J. B.** Using Monetary Policy Rules in Emerging Market Economies. In: *Stabilization and Monetary Policy: The International Experience : Proceedings of a conference at the Bank of Mexico, 2001*. 19 p. URL: [https://web.stanford.edu/~johntayl/Onlinepaperscombinedbyyear/2001/Using\\_Monetary\\_Policy\\_Rules\\_in\\_Emerging\\_Market\\_Economies.pdf](https://web.stanford.edu/~johntayl/Onlinepaperscombinedbyyear/2001/Using_Monetary_Policy_Rules_in_Emerging_Market_Economies.pdf)



**17. Кудрин А., Горюнов Е., Трунин П.** Стимулирующая денежно-кредитная политика: мифы и реальность. *Вопросы экономики*. 2017. № 5. С. 5–28.

**18. Шульга Н. П., Уманців Ю. М., Мельниченко О. В.** Рефінансування банків: монографія / за заг. ред. Н. П. Шульги. Київ, 2017. 324 с.

**19. Шульга Н.** Рефінансування банків України. *Вісник КНТЕУ*. 2016. № 3. С. 78–88.

## REFERENCES

*Biudzhethno-podatкова polityka u systemi rehulivannia ekonomiky* [Fiscal policy in the system of regulation of the economy]. Kyiv: Hlobus-Press, 2018.

Bukovynskyi, S. A., Unkovska, T. Ye., and Dzhus, M. O. "Do pytannia rozrobky stratehii monetarnoi polityky Natsionalnoho banku Ukrainy" [On the Development of Monetary Policy Strategy of the National Bank of Ukraine]. *Ekonomika Ukrainy*, no. 8 (2015): 4-30.

Bullard, J., and Mitra, K. "Learning about monetary policy rules". *Journal of Monetary Economics*, vol. 49, no. 6 (2002): 1105-1129.

Drobyshevskiy, S. M., Kiyutsevskaya, A. M., and Trunin, P. V. "Vozmozhnosti protsentnoy politiki tsentralnykh bankov" [Opportunities for interest rate policy of central banks]. *Ekonomicheskaya politika*, no. 13 (4) (2018): 42-61.

Dziubliuk, O. V., and Rudan, V. Ya. "Okremi krytychni aspekty otsiniuvannia Osnovnykh zasad hroshovo-kredytnei polityky Natsionalnoho banku Ukrainy" [Some critical aspects of the National Bank of Ukraine's monetary policy basics evaluation]. *Ekonomichni analiz*, vol. 27, no. 3 (2017): 120-133.

Ghosh, A. R., Ostry, J. D., and Chamon, M. "Two targets, two instruments: Monetary and exchange rate policies in emerging market economies". *Journal of International Money and Finance*, vol. 60 (2016): 172-196.

Ireland, P. N. "Monetary policy, bond risk premia, and the economy". *Journal of Monetary Economics*, vol. 76 (2015): 124-140.

Kudrin, A., Goryunov, Ye., and Trunin, P. "Stimuliruyushchaya denezhno-kreditnaya politika: mify i realnost'" [Stimulating monetary policy: myths and reality]. *Voprosy ekonomiki*, no. 5 (2017): 5-28.

Lahutin, V. D. "Priorytety koordynatsii biudzhethnoi ta monetarnoi polityky v Ukraini" [Priorities for coordination of budgetary and monetary policy in Ukraine]. *Finansy Ukrainy*, no. 10 (2011): 3-14.

Leeper, E. M. "Sweden's Fiscal Framework and Monetary Policy". National Bureau of Economic Research. 2018. <https://www.nber.org/papers/w24743.pdf>

Menkhoff, L. *Monetary Policy Instruments for European Monetary Union*. Springer Science & Business Media, 2013.

Mishchenko, V. I. "Rol i funktsii monetarnoho transmisiinoho mekhanizmu v zabezpechenni tsinovoi stabilnosti" [The role and functions of the monetary transmission mechanism in ensuring price stability]. *Finansy Ukrainy*, no. 1 (2015): 29-46.

*Monetarna polityka Natsionalnoho banku Ukrainy: suchasnyi stan ta perspektyvy zmin* [National Bank of Ukraine monetary policy: current state and prospects for change]. Kyiv, 2009.

Palyvoda, K. V. "Monetarna polityka yak instrument aktyvizatsii ekonomichnoho zrostantia" [Monetary policy as a tool for accelerating economic growth]. *Aktualni problemy ekonomiky*, no. 2 (2012): 99-109.

Shulha, N. "Refinansuvannia bankiv Ukrainy" [Refinancing of Ukrainian banks]. *Visnyk KNTEU*, no. 3 (2016): 78-88.

Shulha, N. P., Umantsiv, Yu. M., and Melnychenko, O. V. *Refinansuvannia bankiv* [Refinancing of banks]. Kyiv, 2017.

Shumska, S. S. "Monetarna polityka ta vidnovlennia ekonomichnoho zrostantia v Ukraini" [Monetary policy and economic recovery in Ukraine]. *Ekonomika i prohozuvannia*, no. 3 (2015): 21-41.

Taylor, J. B. "Using Monetary Policy Rules in Emerging Market Economies". *Stabilization and Monetary Policy: The International Experience* : Proceedings of a conference at the Bank of Mexico, 2001. [https://web.stanford.edu/~johntayl/Onlinepaperscombinedbyyear/2001/Using\\_Monetary\\_Policy\\_Rules\\_in\\_Emerging\\_Market\\_Economies.pdf](https://web.stanford.edu/~johntayl/Onlinepaperscombinedbyyear/2001/Using_Monetary_Policy_Rules_in_Emerging_Market_Economies.pdf)

Taylor, J. B., and Williams, J. C. "Simple and robust rules for monetary policy". *Handbook of monetary economics*. 2010. National Bureau of Economic Research. <https://www.nber.org/papers/w15908.pdf>