

УДК 336.711

Ануфрієва К.В., канд. екон. наук, старший науковий співробітник відділу грошово-кредитних відносин ДУ “Інститут економіки та прогнозування НАН України”, вул. Панаса Мирного, 26, Київ, 01011, Україна, email: katernya.anufrieva@gmail.com,

Шаповал Ю.І., молодший науковий співробітник відділу грошово-кредитних відносин ДУ “Інститут економіки та прогнозування НАН України”, вул. Панаса Мирного, 26, Київ, 01011, Україна, email: shapovaljulia@ukr.net, ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-9965-5522>, ResearcherID: S-5145-2017

ВЕРБАЛЬНІ ІНТЕРВЕНЦІЇ ОРГАНІВ МОНЕТАРНОЇ ВЛАДИ В УМОВАХ “НОВОЇ НОРМАЛЬНОСТІ”: ОРІЄНТИРИ ДЛЯ НБУ¹

Висвітлено роль транспарентності центрального банку як передумови підвищення довіри економічних агентів до його політики. З'ясовано сутність вербальних інтервенцій як інструменту досягнення визначених цілей грошово-кредитної політики регулятора в умовах “нової нормальності” та узагальнено їх класифікацію. Проаналізовано роль і ефективність застосування вербальних інтервенцій та їх вплив на досягнення бажаних орієнтирів на фінансових ринках, зокрема щодо валютного курсу. Досліджено загальні підходи до комунікаційної політики центральних органів монетарної влади розвинених країн: Європейського центрального банку (ЄЦБ), Федеральної резервної системи США (ФРС США), Банку Англії. Доведено, що застосування “нетрадиційного” інструментарію грошово-кредитної політики посилює роль вербальних інтервенцій центробанків. Встановлено, що на початку 2000-х років комунікації ЄЦБ та Банку Англії були малоефективними, а після фінансової кризи 2008 р. збільшилась інтенсивність застосування вербальних інтервенцій щодо фіскальної політики та програм кількісного пом'якшення. З'ясовано, що ФРС США у своїй комунікаційній політиці почергово змінює пріоритети між таргетуванням інфляції та стимулюванням економічної активності. Показано, що вербальні інтервенції центральних банків розвинених країн рідко стосуються зовнішньоекономічної діяльності та коливань валютного курсу. Акцентовано увагу на недостатній транспарентності грошово-кредитної політики Національного банку України (НБУ). Виокремлено тенденції у вітчизняній комунікаційній політиці та виявлено основні канали вербальних інтервенцій НБУ. Проілюстровано стан дотримання НБУ принципів МВФ щодо транспарентності грошово-кредитної та фінансової політик. За результатами дослідження показники довіри до грошово-кредитної політики НБУ, які корелюють з основним з індикаторів у фокусі очікувань учасників ринку – валютним курсом, аргументовано невпевненість економічних агентів щодо перспектив політики банківського регулятора. Запропоновано заходи підтримки довіри, впровадження яких посилять вплив вербальних інтервенцій НБУ і забезпечать передбачуваність поведінки економічних агентів. Обґрунтовано окремі рекомендації щодо вдосконалення комунікаційної політики НБУ.

Ключові слова: вербальна інтервенція, комунікація, комунікаційна політика, транспарентність, центральний банк, органи монетарної влади, грошово-кредитна політика.

Anufrieva K.V., PhD. (Economics), senior scientific fellow, department for monetary relations, Institute for Economics and Forecasting National Academy of Sciences of Ukraine, 26, Panasa Myrnoho Str., Kyiv, 01011, Ukraine, email: katernya.anufrieva@gmail.com,

¹ Статтю підготовлено у рамках НДР “Індустрія фінансових послуг в умовах “нової реальності”” (номер державної реєстрації 0118U003065) відділу грошово-кредитних відносин ДУ “Інституту економіки та прогнозування НАН України”.

Shapoval Yu.I., junior scientific fellow, department for monetary relations, Institute for Economics and Forecasting National Academy of Sciences of Ukraine, 26, Panasas Myrnoho Str., Kyiv, 01011, Ukraine, email: shapovaljulia@ukr.net, ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-9965-5522>, ResearcherID: S-5145-2017

VERBAL INTERVENTIONS OF THE CENTRAL MONETARY AUTHORITIES IN THE CONDITIONS OF "NEW NORMALITY": THE BENCHMARKS FOR THE NBU

The role of transparency of the central bank as a prerequisite for increasing the confidence of economic agents in the policy is highlighted. The essence of verbal interventions as an instrument for the hitting of fixed targets of the monetary policy of the regulator in the conditions of "new normality" is determined, and their classification is generalized. Authors analyze the role and effectiveness of verbal interventions use and their influence on the achievement of the desired benchmarks in the financial markets, in particular regarding the exchange rate. Paper investigates general approaches to communication policy of the central monetary authorities of the developed countries: the European Central Bank (ECB), the Federal Reserve System (Fed), the Bank of England (BoE). It is noted that the use of "non-traditional" monetary policy instruments has strengthened the role of verbal interventions of central banks. It was found that if in the early 2000s verbal interventions of the ECB and the BoE were ineffective, then the GFC of 2008 increased the intensity of communications' use, namely concerning fiscal policy, quantitative easing programs. It is traced that the Fed in its communication policy turns over the priorities between targeting inflation and stimulating economic activity. It is shown that verbal interventions of central banks of developed countries rarely relate to foreign economic activity and exchange rate fluctuations. The attention is focused on the insufficient transparency of the NBU monetary policy. Paper highlights trends in domestic communication policy and reveals main communication channels of the NBU. The state of NBU's compliance with the principles of the IMF on transparency in monetary and financial policies is illustrated. According to the results of the survey of indicators of confidence in the monetary policy of the NBU, which correlate with the main indicator in the focus of expectations of market participants – the exchange rate, the uncertainty of economic agents regarding the prospects of the banking regulator policy is argued. The measures of trust support are proposed, the introduction of which will strengthen the influence of NBU's verbal interventions and provide predictability of the economic agents behavior. The certain recommendations for the improvement of the communication policy of the NBU are substantiated.

Keywords: *verbal intervention, communication, communication policy, transparency, central bank, monetary authorities, monetary policy.*

Роль нетрадиційних інструментів органів монетарної влади зросла в 1990-х роках у зв'язку з необхідністю подолання наслідків глобальних криз² та істотно модифікувалась і посилилась у процесі становлення "нової нормальності"³. Кризові періоди показали, що центральні банки, які прагнуть впливати на очікування ринкових суб'єктів з метою досягнення заявлених цілей (щодо інфляції, безробіття, стимулювання економічної динаміки), потребують значно ефективнішого комунікаційного інструмен-

² Зокрема, активізація вербальних інтервенцій центробанків спостерігалась у країнах, які обрали режим гнучкого валютного курсу (у 1990-х рр.), впроваджували інфляційне таргетування (на початку 2000-х рр.). Крім того, центробанки інтенсивно застосовували вербальні інтервенції у період світової фінансової кризи 2007–2009 рр. та європейської боргової кризи 2009 р.

³ Детальніше див.: [1].

тарію. У результаті сьогодні центральні банки дедалі більше стали приділяти увагу своїй комунікаційній політиці.

В Україні останні два епізоди валютних криз (2008 р. та 2014 р.) однозначно довели, що НБУ потребує чіткої та структурованої комунікаційної стратегії для нівелювання ризику непередбачуваності та формування ринкових очікувань у періоди спекулятивних атак на гривню. У нинішніх обставинах, враховуючи геополітичну ситуацію, проведення валютної лібералізації, адекватні вербальні інтервенції могли б стати дієвим інструментом підвищення ефективності грошово-кредитної політики НБУ, передбачуваності його рішень та формування правильних очікувань, що сприятиме зниженню надмірної волатильності валютного курсу та стабільності фінансового сектора національної економіки.

Мета статті полягає в узагальненні теоретичних положень і сучасної світової практики вербальних інтервенцій органів монетарної влади, а також в обґрунтуванні пропозицій для НБУ щодо вдосконалення його інструментарію вербальних інтервенцій.

Транспарентність як передумова зміцнення довіри до центрального банку: еволюція науково-практичних підходів. Інформаційна відкритість центрального банку є "...найновішою тенденцією комунікації центральних банків із суспільством... Надання інформації формалізує поведінку центрального банку та окреслює завдання на більш далеку перспективу". Результатом цієї "відкритості є здатність суспільства розуміти мотиви та дії центрального банку у сфері формування та реалізації валютної політики" [2, с. 257–258]. Крім того, "центральный банк, який має високий ступінь довіри з боку суспільства, у більш короткі терміни усуває небажані ефекти економічних шоків, ніж банк з низькою довірою", а власне ступінь довіри "зростає як із збільшенням інформаційної відкритості та транспарентності центрального банку, так і з підвищенням його незалежності" [2, с. 264–265]. Важливість підтримки інституту довіри підтверджується тим, що ефективність норм, які "забезпечують взаємовигідну реалізацію інтересів суб'єктів господарювання", досягається у разі, коли є "згода між учасниками фінансового ринку. Саме довіра є нормою, що регулює взаємовідносини суб'єктів господарювання" та "сприяє передбачуваності поведінки контрагента та формуванню чітких очікувань щодо ситуації на ринку" [3, с. 89].

Першою "тиху революцію" щодо відкритої інформаційної політики розпочала ФРС США у 1994 р. з оприлюднення рішень Федерального комітету з операцій на відкритому ринку, яка до цього підтримувала збереження таємничості політики. Інші центральні банки також значно удосконалили політику розкриття інформації у 2000-х рр. Зокрема, Резервний банк Нової Зеландії та Банк Англії вирішили докорінно покращити розкриття інформації, а найбільш транспарентними стали вважатись шведський Ріксбанк, Банк Канади та ЄЦБ [4].

Комітет МВФ у контексті ініціатив щодо зміцнення стійкості глобальних фінансів, а також враховуючи наслідки азійської фінансової кризи, у 1999 р. оприлюднив "Кодекс належної практики із забезпечення прозорості грошово-кредитної та фінансової політики"⁴, який ґрунтується на двох ключових принципах. По-перше, грошово-

⁴ Іншим основоположним документом є Методичні матеріали Банку міжнародних розрахунків, опубліковані в 2009 р. [5].

кредитна й фінансова політики є більш ефективними, якщо громадськість обізнана щодо мети й інструментів і якщо влада бере на себе зобов'язання щодо їх виконання. По-друге, центральні банки й фінансові органи мають бути підзвітними суспільству, особливо в тій сфері, де монетарним органам надано високий ступінь автономії [6]. Одним із важливих інструментів досягнення незалежності центрального банку є саме комунікація з громадськістю. МВФ аргументував потребу в інформуванні громадськості щодо грошово-кредитної політики, обґрунтування її цілей, методів впровадження тим, що транспарентність фінансового та зокрема банківського сектора сприяє формуванню відповідних очікувань на основі розкриття інформації [7]. Зростання транспарентності є інструментом підвищення рівня довіри та гнучкості політики центрального банку.

До прогресу в плані збільшення загальної відкритості центральних банків та фінансових установ світу спонукають й найкращі практики комплаєнс, що формуються під впливом процедур протидії відмиванню (легалізації) коштів, отриманих злочинним шляхом, й фінансуванню тероризму, а також впровадження Закону США про оподаткування іноземних рахунків (FATCA) [8]. Ці чинники хоча і не мають безпосереднього відношення до національних підходів монетарної та фінансової політик, проте стали очевидною передумовою перегляду політик у комунікаціях центральних банків світу.

Теоретичні основи вербальних інтервенцій. Під вербальними інтервенціями розуміють публічні висловлювання високопосадових осіб органів монетарної влади стосовно їх політик, що впливають на процентні ставки, коливання валютного курсу, вартість активів, стан економіки, очікування учасників ринку. М. Мусса (M. Mussa) розглядає вербальні інтервенції як сигнальний канал, який використовується для пояснення потенційної ефективності офіційних втручань центральних банків. Інтервенції надають нову інформацію стосовно проведення грошово-кредитної політики в майбутньому, що дозволяє економічним агентам коригувати свої очікування [9, р. 4]. Д. Янсен, Я. Хаан (D.-J. Jansen, J. de Naan) визначають вербальну інтервенцію як альтернативу офіційному втручанням – як стратегію словесного втручання центрального банку, що чинить вплив на рівень волатильності валютного курсу [9, р. 3].

Обсяг і розмаїття комунікаційних каналів центральних банків різняться тривалістю, терміновістю та формами. Крім того, хоча всі центральні банки публікують прогнози, межі та змінні цих прогнозів відрізняються [10, р. 98]. Кожен з каналів вербальних інтервенцій характеризується особливостями його змісту, призначенням (для конкретної аудиторії) і періодом застосування. Типовими інструментами вербальних інтервенцій є: заяви, прес-релізи, короткі повідомлення; прес-конференції та брифінги; протоколи й стенограми засідань центрального банку; виступи, інтерв'ю, статті; регулярні публікації стосовно стану економіки. Інтернет і соцмережі розширюють спектр можливостей проведення вербальних інтервенцій центральними банками завдяки своїй оперативності, обсягу інформації та необмеженій аудиторії. Дані рис. 1 свідчать про те, що більшість користувачів частіше відвідує офіційні сайти центральних банків, ніж їх представництва у соціальних мережах.

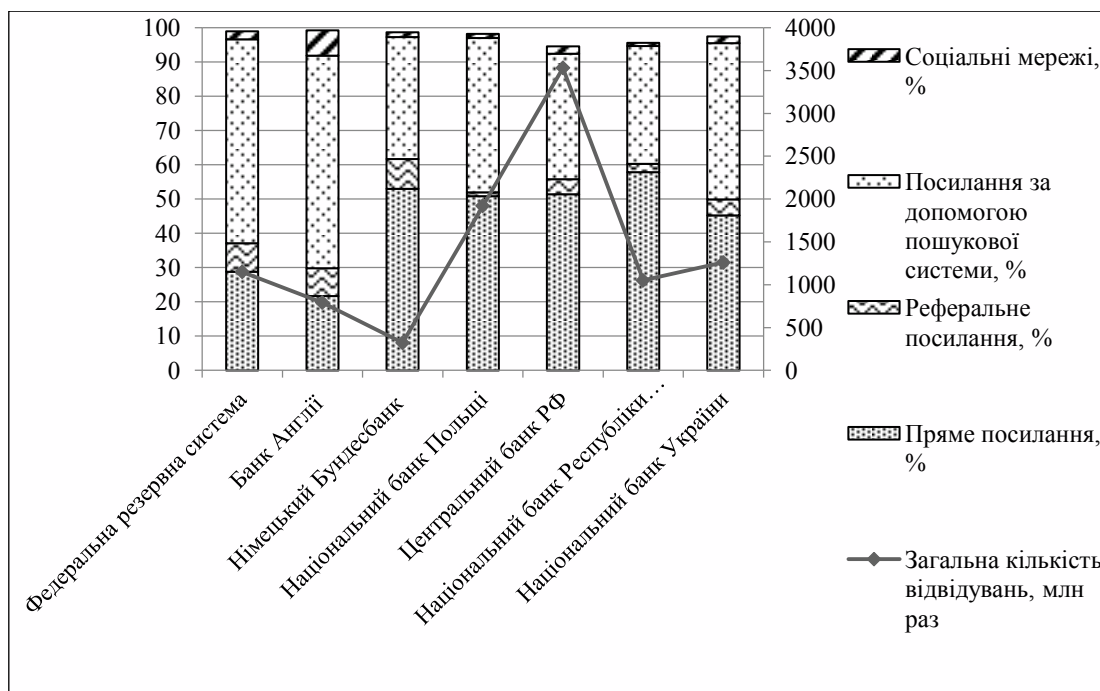


Рис. 1. Відвідуваність офіційних сторінок центральних банків окремих розвинених країн і тих, що розвиваються (станом на листопад 2018 р.)

Джерело: складено авторами за [11].

Як стверджують Г. Леон і О. Вільямс (H. Leon and O.N. Williams), з метою забезпечення стабільності валютного курсу для підтримки зовнішньої конкурентоспроможності вербальні інтервенції важливі для країни з малою економікою, що розвивається, для якої характерні більш високі показники кореляції між валютним курсом та інфляцією й доларизацією (фінансових) зобов'язань. Г. Леон і О. Вільямс виявили, що країни, які розвиваються, зазвичай застосовують засоби впливу, коли їх валюти девальвують нижче ніж пороговий рівень відповідно до політики “руху проти вітру” з метою згладжування валютного курсу або зміни тенденції, а інтервенції впливають лише на короткострокові коливання курсу [12].

Е. Мухлінські (E. Muchlinski), який розробив підхід, заснований на управлінні ризиками, за яким використання різних методів комунікації націлене на формування діалогу щодо методів прийняття рішень і монетарної політики, зауважує, що центральний банк має спрямовувати зусилля на вирішення проблем, зокрема використовуючи вербальні інтервенції [13, р. 1, 4, 224–225].

М. Мура та інші (M.L. Moura, F.R. Pereira, G. de Moraes Attuy) виокремлюють три канали вербальних інтервенцій: збалансованості портфеля; сигналізації, що базуються на припущенні про більшу поінформованість центрального банку, ніж ринку, щодо ключових аспектів економіки; “шумової торгівлі” (коли учасники

валютного ринку підтримують валютні позиції відповідно до їх переконань). Дослідники зазначають про важливість оцінки впливу інтервенцій у країнах, що розвиваються, які мають менш ліквідні ринки та є більш уразливими до світових криз і різких змін у потоках капіталу. Водночас підкреслюється, що ефективність інтервенцій обмежена, інтервенції не завжди діють належним чином: у більшості з 21 проаналізованого випадку центральний банк не може визначити тенденцію валютного курсу [14, р. 4, 21].

За Л. Сарно і М. Тейлор (L. Sarno, M. Taylor), офіційна вербальна інтервенція впливає на валютний курс, надаючи учасникам ринку актуальну інформацію, яка змінює їх очікування або думку щодо ймовірних майбутніх дій монетарної влади [15, р. 844]. М. Фратцшер (M. Fratzscher) припускає, що існує сильний одночасний ефект між валютним курсом і даними про вербальні інтервенції, але статистично цей ефект присутній не більше ніж декілька днів. Крім того, М. Фратцшер довів довгострокову ефективність як вербальних інтервенцій, так і “фізичних” втручань органів монетарної влади США, Японії та країн Євросони завдяки своєму підходу “подія-дослідження” [16, р. 29]. Л. Буркхард і А. Фішер (L. Burkhard, A. Fischer) стверджують, що комунікація є ефективним інструментом формування очікувань стосовно грошово-кредитної політики, коли процентні ставки є близькими до нуля або дорівнюють нулю. У свою чергу реакція суб’єктів фінансового ринку залежить від деталей повідомлень, особливо їх своєчасності [17, р. 26].

Д. Янсен і Д. Хаан (D. Jansen, D. Naan J.) зазначають, що вербальна інтервенція може також ускладнити прогнозування рішень грошово-кредитної політики через дисперсії комунікації, оскільки промови посадовців центрального банку не завжди є послідовними: урядовці ЄЦБ часто дають суперечливі сигнали учасникам ринку [18].

Як довели М. Галардо і К. Геррієрі (M. Galardo, C. Guerrieri), комунікаційний шок впливає на очікування на фінансових ринках відносно короткострокових процентних ставок. Це є вагомим аргументом на користь важливості вербальної інтервенції для трансляції сигналу щодо проведення стимулюючої грошово-кредитної політики [19].

Як підкреслюють К. Енгель і К. Уест (C. Engel, K. West), з огляду на реакцію валютного курсу, можна визначити, як центральний банк здійснює грошово-кредитну політику. Повідомлення про зростання або падіння індексів інфляції сприймаються як чітке керівництво щодо майбутнього зростання чи зниження процентних ставок, а отже, призводить до ревальвації або девальвації євро. На противагу цьому комунікації щодо стану реальної економіки або грошових агрегатів не викликають значної реакції учасників ринку. Крім заяв щодо майбутньої цінової динаміки, доречною є лише комунікація щодо очікуваної зміни валютного курсу [20].

Хоча питання визначення ефективності та розвитку каналів комунікаційної політики центральних банків достатньою мірою висвітлені закордонними вченими, у вітчизняній науковій літературі більшою мірою розглянуто лише окремі аспекти транспарентності політики НБУ, а вербальним інтервенціям поки не було приділено належної уваги. Комунікаційна політика ж НБУ почала досліджуватись українськими науковцями лише протягом останнього десятиліття.

Вітчизняні науковці неодноразово наголошували на важливості ефективної системи комунікацій центрального банку для досягнення стабільності цін [21], а також у контексті чіткішої інституціоналізації питань, пов'язаних з фінансовою стабільністю, для захисту незалежності центрального банку [22, с. 6]. У цьому зв'язку А. Закутня удосконалила методологічний підхід до моделювання зв'язку між якістю звітів щодо інфляції та очікуваннями учасників фінансового ринку стосовно розміру облікової ставки з урахуванням таких критеріїв: якість інформації, що публікується в звіті з інфляції; обсяг інформації, наданої щодо ключових показників; розкриття інформації про прогнозований рівень інфляції та інших ключових макроекономічних показників; загальний бал звіту. А. Закутня зазначає, що стратегія комунікаційної політики НБУ повинна враховувати особливості соціально-економічної ситуації в країні та рівень фінансової грамотності населення. Регулярні заходи прямої комунікації із суспільством мають проводитися з використанням найбільш рейтингових ЗМІ [23].

Зі свого боку Р. Голуб і О. Глуценко стверджують, що основним завданням регулятора повинно стати постійне надання інформації щодо принципово обґрунтованого рівня валютного курсу та рівня відхилення фактичного курсу національної валюти від рівноваги на даний момент часу. Автори запропонували розглядати зростання фактора “інформаційний сигнал/інформаційний шум” як критерій оптимальної комунікаційної стратегії центрального банку [24].

В одній з останніх робіт вітчизняних науковців обґрунтовано важливість формування стійкого сприятливого інституційного середовища та врахування “ефекту колії” – уроків для України на основі аналізу досвіду використання вербальних інтервенцій в умовах глобальної фінансової нестабільності. Науковці наводять приклад США, де ФРС з метою забезпечення довіри поряд з іншими монетарними інструментами застосовує інструмент “інструкції до дії” (forward guidance), який набув важливого інституційного значення при впливі на поведінку економічних суб'єктів у довгостроковій перспективі. Дослідники дійшли висновку, що саме дефіцит взаємної довіри в Україні, відсутність “довгострокової” перспективи щодо поведінки економічних агентів, несприятливе інституційне середовище – серед причин фінансової нестабільності та викликів для української економіки [25].

Вербальні інтервенції центробанків: сучасна зарубіжна практика. Як вже зазначалось, комунікації центральних банків істотно трансформувалися протягом фінансової кризи 2008 р., яка змусила монетарні органи змінити свої стратегії щодо опублікування протоколів і прогнозів, а також підходу до надання рекомендацій.

На початку 2000-х рр. Д. Янсен, Я. Хаан (D.-J. Jansen, J. De Naan) показали, що вербальні інтервенції ЄЦБ чинили незначний і короткостроковий вплив; усні виступи, про які повідомлялось у заголовках новин, були більш успішними, тоді як усні виступи в дні з публікацією макроекономічних даних – менш успішними [9].

До глобальної фінансової кризи, у 2007 р. М. Ерманн і М. Фратцшер (M. Ehrmann, M. Fratzscher) виявили, що більш високий ступінь дисперсії комунікаційної політики (різниця між фактичними та очікуваними рішеннями) ФРС США, ЄЦБ і Банку Англії знизив передбачуваність їх рішень. Таким чином, ринки не реагували на заяви центральних банків про економічні перспективи [26].

Водночас К. Конрад і М.Дж. Ламла (С. Conrad, M.J. Lamla) з'ясували, що комунікація ЄЦБ щодо майбутньої цінової динаміки є найбільш релевантною, тобто має високий ступінь відповідності інформаційним потребам учасників ринку. Несподіване посилення чи послаблення грошово-кредитної політики призводить до значної девальвації євро протягом перших 30-ти хвилин після прес-релізу. При цьому повідомлення щодо економічної активності та грошових агрегатів не спричиняють значних коливань валютного курсу [27].

Я. Хаан (J. De Naan) на основі аналізу змісту заяв центральних банків Єврозони, виявив, що непослідовна інформація про перспективи інфляції збігається з більшою невизначеністю щодо майбутніх рішень ЄЦБ про процентну ставку. Крім того, вчений зазначив, що коли різні центральні банки передають розбіжну інформацію, невизначеність майбутніх рішень учасників ринку зростає [28].

Фінансова криза 2008 р. в цілому сприяла збільшенню інтенсивності застосування вербальних інтервенцій центральних банків щодо фіскальної політики. Так, центральні банки частіше стали посилатися на фіскальну політику, коли характеризують зовнішні події, що мають відношення до макроекономічних змін всередині країни або управління державним боргом [29]. Хоча центральні банки країн, які переживають кризу, частіше застосовують комунікаційні канали, проте й у країнах зі стабільною економічною ситуацією активнішими стали повідомлення про впровадження макропруденційних заходів [30].

Сьогодні центральні банки розвинених країн регулярно застосовують вербальні інтервенції щодо цілей, макроекономічних умов, прогнозів ВВП й інфляції, а також обґрунтування рішень проведення нетрадиційної грошово-кредитної політики.

Комунікації ЄЦБ стосовно монетарних умов та інфляції були досить інтенсивними до середини 2005 р., але протягом фінансової кризи 2008 р. їх обсяг скоротився, і знову збільшився із середини 2014 р., насамперед, під час програм кількісного пом'якшення (QE). Комунікації щодо економічної діяльності зросли в 1999–2007 рр., тоді як реакція ЄЦБ на відставання фактичного ВВП від потенційного залишалася незмінною з 2002 р. Частота застосування вербальних інтервенцій щодо зовнішньоекономічної діяльності та коливань валютного курсу була незначною (насамперед, до кризи 2008 р.) [29, р. 30].

Комунікаційна політика Банку Англії щодо фінансової стабільності посилилась під час фінансової кризи 2008 р., а також у третьому кварталі 2012 р. після запуску програми фінансування, спрямованої на подальше кредитування. При цьому кількість вербальних інтервенцій щодо показників економічної діяльності була меншою під час кризи та збільшилася після неї, відповідно до оголошення таргетування окремих показників. Водночас у 2006–2009 рр. реакція на відставання фактичного ВВП від потенційного була більш сильною, а комунікації щодо показників економічної діяльності були практично відсутніми [31, р. 10]. З 2012 р. вербальні інтервенції Банку Англії стали менш інтенсивними. Зокрема, грошово-кредитна політика була значно жорсткою у 2006–2007 рр., коли зростання світових цін на енергоносії спричинило високий інфляційний тиск, а з 2012 р. – змінилась на м'яку, відповідно, потреба у вербальних інтервенціях зменшилася. З 2009 р. Банк Англії ухвалив рішення не реагувати на

коливання валютного курсу, вважаючи більшість з них тимчасовими шоками, оскільки сильна реакція на волатильність на валютному ринку у 2006–2007 рр. могла бути інтерпретована як спроба зберегти конкурентоспроможність товарів на зовнішніх ринках у період високих витрат на виробництво внаслідок підвищення цін на нафту й подорожчання фунта стерлінгів проти долара США [31, р. 11].

ФРС США у своїй комунікаційній політиці почергово змінює пріоритети між таргетуванням інфляції та зростанням економічної активності. Протягом перших 10 років правління А. Грінспена, голови ФРС США (1987–2006 рр.) вербальні інтервенції були головним чином спрямовані на інфляцію, а з 1998 р. – на підтримку економічної активності [31, р. 11]. У 2000–2007 рр. ФРС США робила акцент вербальних інтервенцій на підтримку стабілізації темпів виробництва. Обсяг повідомлень про фінансові умови посилювався у середині 1997 р. та наприкінці 1998 р. – після дефолту російських боргових зобов'язань (у серпні 1998 р.), в середині 2002 р. – після аргентинської кризи, наприкінці 2008–2010 рр. – після краху Леман Бразерс (Lehman Brothers), а кількість коментарів щодо зовнішніх подій знизилася з 2005 р. [32].

Вербальні інтервенції в політиці НБУ. Активізація комунікаційної політики НБУ, зокрема збільшення кількості прес-конференцій і виступів посадовців НБУ, збіглася з його організаційною трансформацією відповідно до Комплексної програми розвитку фінансового сектора України до 2020 р. Хоча за останні 4 роки прозорість політики НБУ дещо збільшилася (переважно завдяки регулярним публікаціям аналітичних матеріалів на офіційному сайті й активності в соціальних мережах), проте все ще відстає від показників транспарентності центробанків східноєвропейських країн, схожих в економічному розвитку. Так у 2014 р. індекс транспарентності центробанку України – 5; Болгарії – 6,5; РФ, Румунії, Молдови – 7,5; Польщі – 10,5; Угорщини – 13,5 [33].

Вимоги до звітності в рамках відносин між Україною та МВФ, задекларовані в Меморандумі про економічну та фінансову політику [34, розділ IV] та “Кодексі на лежної практики щодо забезпечення прозорості грошово-кредитної та фінансової політики” [6], зобов'язують НБУ дотримуватися чотирьох принципів транспарентності та розкривати ряд даних, у тому числі щодо обсягів продажу іноземної валюти, експортних надходжень, імпорتنих операцій з товарами та послугами, трансфертів, балансу даних платежів – інформацію, що дозволяє оцінювати стан валютного ринку та впливає на валютний курс (табл. 1).

За інтенсивністю вербальні інтервенції НБУ можна поділити на дві групи: регулярні (найпоширеніші – виступи керівництва під час прес-брифінгу) та періодичні (найчастіше – інтерв'ю для ЗМІ). До цільових аудиторій НБУ відносить: органи державного управління різних рівнів; аналітичні та маркетингові підрозділи банків; журналістів і ЗМІ; громадські об'єднання, організації; профспілки; бізнес-групи, підприємства; міжнародні та іноземні установи, міжнародні організації та проекти; незалежні аналітичні й експертні організації; наукові та освітні установи й організації; підприємців (приватний бізнес, що не належить до фінансового сектора); вкладників проблемних банків⁵.

⁵ Розпорядження Національного банку України “Комунікаційна політика Національного банку України щодо збирання та поширення статистичної інформації та публікацій (рекомендації)” від 21.01.2013 р. № 26-р. П. 3.3.1 URL: <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0026500-13/sp:max20>

Таблиця 1

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

| Принцип | Опис | Впровадження НБУ |
|--------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Чіткість розподілу ролей, відповідальності та цілей | Чітке визначення законодавчим актом цілей монетарної політики, взаємодії інститутів монетарної та фінансової політик | ⇒ Законодавче закріплення порядку визначення окремих параметрів монетарної політики. Прийняття Закону України “Про валюту і валютні операції” |
| Прозорий процес формування та звітування щодо здійснення заходів монетарної політики | Доведення до громадськості основ, інструментів і таргетів політики | ⇒ Щорічно публікуються “Основні засади грошово-кредитної політики на поточний рік та середньострокову перспективу”, також нововведення НБУ коментуються в офіційних прес-релізах, інтерв’ю, а також прес-релізи та підсумки дискусії членів комітету з монетарної політики щодо рівня облікової ставки |
| Доступ громадськості до інформації про політику | Доступ до балансу центрального органу монетарної влади | ⇒ Публікація зведених даних щодо стану банківського сектора, щоквартальний звіт про фінансовий стан НБУ |
| Відповідальність і забезпечення цілісності | Роз’яснення посадових осіб центрального органу монетарної влади щодо проведення та перспектив політики на засіданнях відповідних органів влади, перевірка та незалежний аудит діяльності, а також забезпечення відповідальності посадових осіб | ⇒ Керівництво НБУ несе відповідальність за діяльність НБУ ⁶ ; здійснюється внутрішній та зовнішній аудит діяльності НБУ ⁷ ; проводяться виступи керівництва НБУ на засіданнях ВРУ ⁸ |

Джерело: складено авторами за: [7]; Закон України “Про Національний банк України” від 20.05.1999 р. № 679-XIV. URL: <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/679-14>

⁶ Правління НБУ несе колегіальну відповідальність за діяльність НБУ в межах компетенції членів Правління. Голова НБУ несе відповідальність за діяльність НБУ перед Президентом України та Верховною Радою України (Див.: Закон України “Про Національний банк України” від 20.05.1999 р. № 679-XIV. Ст. 15. URL: <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/679-14>).

⁷ Внутрішній аудит здійснює спеціалізований підрозділ: оцінює ефективність процесів управління ризиками, внутрішнього контролю та виконання управлінських функцій, що забезпечуються структурними підрозділами НБУ, у відповідності з міжнародними стандартами професійної практики внутрішнього аудиту. Підрозділ внутрішнього аудиту діє незалежно при проведенні внутрішнього аудиту у структурних підрозділах НБУ (Див.: Закон України “Про Національний банк України” від 20.05.1999 р. № 679-XIV. Ст. 69. URL: <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/679-14>). Зовнішній аудит річної фінансової звітності НБУ, за міжнародними стандартами фінансової звітності, проводиться аудиторською фірмою, яка має досвід проведення аудиту центральних банків за міжнародними стандартами аудиту. Рахункова палата в порядку здійснення контролю за надходженням коштів до Державного бюджету України та використанням коштів Державного бюджету України здійснює перевірку виконання кошторису адміністративних витрат (Див.: Закон України “Про Національний банк України” від 20.05.1999 р. № 679-XIV. Ст. 70. URL: <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/679-14>).

⁸ НБУ інформує Верховну Раду України про Основні засади грошово-кредитної політики та стан грошово-кредитного ринку в державі в порядку, передбаченому цим Законом України (Див.: Закон України “Про Національний банк України” від 20.05.1999 р. № 679-XIV. Ст. 15. URL: <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/679-14>).

Публікації наукових досліджень, що проводяться НБУ, а також семінари та конференції для дослідників теж є комунікаційними каналами, що дозволяють довести до науковців пріоритети та напрями діяльності НБУ, надати роз'яснення з приводу грошово-кредитної політики та отримати зауваження або пропозиції.

Інформація, яка оприлюднюється в повідомленнях центрального банку, впливає по-різному на стан довіри населення та бізнесу до грошово-кредитної політики НБУ. Так, частка валютних депозитів у загальному обсязі та частка готівки у грошовій масі (М3) мають значну кореляцію з валютним курсом (відповідно, 0,42 та 0,79), а динаміка золотовалютних резервів корелює із значенням 0,44. Це свідчить про досить значну залежність рівня довіри до банків від політики НБУ (рис. 2).

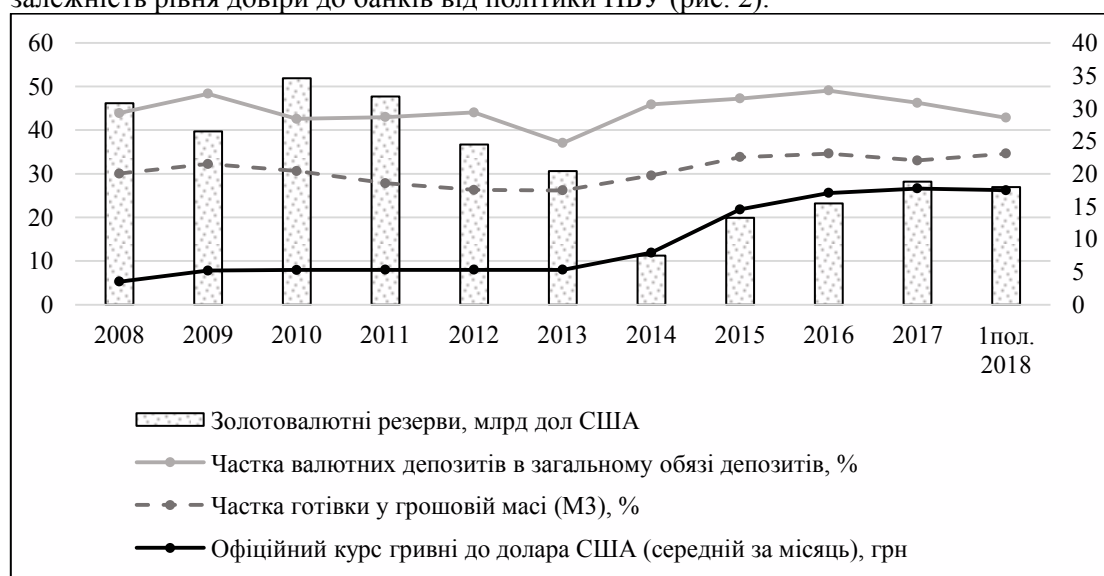


Рис. 2. Показники довіри до грошово-кредитної політики НБУ

Джерело: складено авторами за даними офіційного сайту Національного банку України. URL: <http://www.bank.gov.ua>

Хоча вербальні інтервенції НБУ стосовно валютного курсу узгоджені з іншими коментарями щодо грошово-кредитної політики, коригування методу розрахунку офіційного курсу гривні та оновлення на сайті не дозволяють учасникам ринку використовувати курс як орієнтир ситуації на валютному ринку. Крім того, кількість офіційних коментарів є недостатньою, і вони є запізнаними, щоб бути ефективними.

Висновки. Рівень і наповненість комунікацій центрального банку з ринковими суб'єктами є важливим чинником довіри суспільства до його дій і рішень, а відтак має безпосередній вплив на досягнення цілей (таргетів) грошово-кредитної політики. Прозорість і підзвітність вербальних та невербальних інтервенцій органів монетарної влади щодо ринкових змінних, цілей і стратегії грошово-кредитної політики, в тому числі через звіти, прес-релізи та конференції, дозволяє досягати очікуваної реакції учасників

ринку та зменшувати невизначеності. Саме тому більшість центральних банків постійно підвищує стандарти щодо підзвітності своєї діяльності суспільству.

В умовах “нової нормальності” вербальні інтервенції стали невід’ємним елементом політики центробанків, особливо в розвинених країнах. Значною мірою завдяки підвищенню транспарентності грошово-кредитної політики органам монетарної влади вдалося забезпечити дієвість “нетрадиційного інструментарію” грошово-кредитної політики.

Центральні банки дедалі частіше використовують широкий набір вербальних інтервенцій як важіль грошово-кредитної політики, оскільки вони можуть підсилювати дію традиційних інструментів монетарної політики. Вербальні інтервенції характеризуються гнучкістю реагування на мінливі економічні умови та геополітичні обставини. Те саме стосується й НБУ, який також робить певні кроки у наближенні національних підходів грошово-кредитного регулювання до світових стандартів, зокрема в частині покращення комунікаційної політики НБУ застосовує широкий ряд каналів вербальних інтервенцій та керується принципами МВФ щодо транспарентності та розкриття даних.

Проте комунікаційна політика НБУ ще не стала таким потужним важелем впливу, як у центробанків розвинених країн, таких як ФРС США, ЄЦБ або Банк Англії. Хоча комунікаційна політика цих країн відрізняється розміром і структурою економіки, цілями грошово-кредитної політики, геополітичними й інституційними особливостями, доцільним є використання успішно застосованих ними вербальних інтервенцій, які можуть бути адекватними для умов України.

При цьому передумовою ефективної грошово-кредитної політики НБУ є ступінь довіри, побудованої на основі ширшої інформаційної відкритості та незалежності центрального банку, що сприятиме виконанню основної цілі вербальної інтервенції – формуванню відповідних очікувань учасників ринку. Слід зазначити, що після 2014 р. співвідношення валютних депозитів до загального обсягу депозитів і готівки до грошової маси, динаміка золотовалютних резервів, які корелюють з динамікою валютного курсу, збільшились разом із зростанням вартості долара США порівняно з гривнею, що свідчить про перестороги ринкових агентів щодо грошово-кредитної політики центрального банку. Крім зростання ступеня транспарентності НБУ повинен постійно демонструвати свою прихильність і здатність до інфляційного таргетування систематичністю та узгодженістю вербальних інтервенцій, які підвищують прогнозованість, довіру та ефективність грошово-кредитної політики.

Впровадження заходів підтримки довіри за умови побудови стійкого інституційного середовища посилить вплив вербальних інтервенцій як “інструкції до дії” при коригуванні поведінки економічних агентів, сприятиме строковій прогнозованості такої поведінки і, відповідно, забезпечить додатковий важіль стабілізації валютного курсу.

Центральні органи монетарної влади світу і, зокрема, НБУ, провадять більш відкриту монетарну політику, засвоївши уроки фінансових криз минулих років, та через мережу каналів здійснюють постійне транслявання змін своєї політики та подій, які можуть мати вплив на показники фінансового ринку, із супроводженням

відповідними коментарями, обґрунтуваннями та баченням; спрямовують зусилля на розвиток комунікаційних стратегій і підвищення дієвості своїх повідомлень.

Таким чином, подальшого дослідження потребуватимуть теоретичні питання щодо окремих інструментів вербальних інтервенцій, зокрема тих, які можуть мати ефективне застосування в реаліях малої відкритої сировинної економіки.

Список використаних джерел

1. Вишне夫斯基 В.П., Шелудько Н.М. Глобальная финансовая нестабильность как “новая нормальность”: истоки, вызовы, перспективы. *TERRA ECONOMICUS*. 2017. Т. 15. № 3. С. 32–55. DOI: 10.23683/2073-6606-2017-15-3-32-55
2. Береславська О.І. Валютна політика України: теорія та практика: монографія. Ірпінь: Нац. ун-т ДПС України, 2010. 330 с.
3. Дідківська Т.В. Вплив інституту довіри на економічні відносини суб'єктів господарювання. *Український соціум*. 2011. № 1(36). С. 85–90.
4. Моисеев С. Секреты и публичность Банка России. *Republic*. 2009. 25 декабря. URL: <https://republic.ru/posts/1/226785>
5. Communication of monetary policy decisions by central banks: what is revealed and why: Monetary and Economic Department. *BIS Papers*. 2009. May. No. 47: 38 p. URL: <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispar47.pdf?noframes=1>
6. Code of Good Practices on Transparency in Monetary and Financial Policies. *IMF*. 1999. September 26. URL: <https://www.imf.org/external/np/mae/mft/code/index.htm>
7. Transparency in Monetary and Financial Policies. *IMF Factsheet*. 2015. September. URL: <https://www.imf.org/external/np/exr/facts/mtransp.htm>
8. Foreign Account Tax Compliance Act (FATCA): User Guide. No. D 13134. 74 p. URL: <https://www.irs.gov/pub/irs-utl/froug.pdf>
9. Jansen D., Haan J. Were verbal efforts to support the euro effective? A high-frequency analysis of ECB statements. *DNB Working Papers*. 2005. April. 19 p. URL: https://www.nbp.pl/konferencje/2june/jansen_dehaan.pdf
10. Kedan D., Stuart R. Central Bank Communications: A Comparative Study. *Quarterly Bulletin Articles, Central Bank of Ireland*. 2014. April. 89–104 p. URL: <https://www.centralbank.ie/docs/default-source/news-and-media/2014/april/april-03/central-bank-communications-a-comparative-study.pdf?sfvrsn=2>
11. SimilarWeb. URL: <https://www.similarweb.com>
12. Leon H., Williams O.H. Effectiveness of intervention in a small emerging market: An event study approach. *IMF, Applied Financial Economics*. 2012. Vol. 22. 1811–1820 p. URL: <https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/09603107.2012.681024>
13. Muchlinski E. Central Banks and coded language. Risks and Benefits. Basingstoke: Palgrave Macmillan. 2011. May. 266 p. DOI: <https://doi.org/10.1057/9780230305960>
14. Moura M.L., Pereira F.R., Attuy G. de M. Currency wars in action: how foreign exchange interventions work in an emerging economy. *Insper working paper*. 2013. March. No. 304/2013. 39 p. URL: https://www.insper.edu.br/wp-content/uploads/2013/06/2013_wpe304.pdf
15. Sarno, L., Taylor M. Official Intervention in the Foreign Exchange Market: Is It Effective, and If So, How Does It Work? *Journal of Economic Literature*. 2001. September. Vol. XXXIX. No. 2690. 839–868 p. URL: https://www.cass.city.ac.uk/_data/assets/pdf_file/0008/40697/sarno_taylor_jel.pdf
16. Fratzscher M. How successful are exchange rate communication and interventions? Evidence from time-series and event-study approaches. *ECB working paper series*. 2005. September. No. 528. 58 p. URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp528.pdf>

17. Burkhardt L., Fischer A.M. Communicating Policy Options at the Zero Bound. *Swiss National Bank Working Papers*. 2007. October. 37 p. URL: https://www.snb.ch/n/mmr/reference/working_paper_2007_12/source/working_paper_2007_12.n.pdf
18. Jansen D.-J., Haan De J. Look who's talking: ECB communication during the first years of EMU. *International Journal of Finance and Economics*. 2006. Vol. 11(3). 219–228 p. URL: https://www.cesifo-group.de/DocDL/cesifo1_wp1263.pdf
19. Galardo M., Guerrieri C. The effects of central bank's verbal guidance: evidence from the ECB. *Temi di Discussione (Working papers)*. 2017. July. No. 1129. 69 p. URL: https://www.bancaditalia.it/publicazioni/temi-discussione/2017/2017-1129/en_tema_1129.pdf
20. Engel C., West K., Taylor. Rules and the Deutschmark: Dollar Real Exchange Rate. *Journal of Money, Credit and Banking, Blackwell Publishing*. 2006. August. Vol. 38 (5). 1175–1194 p. URL: https://pdfs.semanticscholar.org/170e/65dbae736d8bf83a6d762cb7fdec560853a6.pdf?_ga=2.237242434.37406963.1532676199-884260502.1532676199
21. Петрик О.І. Шлях до цінової стабільності: світовий досвід і перспективи для України: монографія Київ: УБС НБУ, 2008. 369 с.
22. Козюк В.В. Незалежність центральних банків та фінансова стабільність: ортодоксальний та гетеродоксальний підходи. *Вісник Національного банку України*. 2017. № 239. 6–29 с.
23. Закутня А.О. Розвиток грошово-кредитної політики на основі формування транспарентного середовища її реалізації. Автореферат дисертації на здобуття канд. екон. наук, спец. Суми: СумДУ, 2017. 23 с.
24. Holub R., Hlushchenko O. The National Bank of Ukraine Communication Strategy Optimization within the Framework of Impact on Exchange Rate Expectations of Economic Agents. *Economies*. 2017. September. Vol. 5 (3), No. 33. DOI: <https://doi.org/10.3390/economies5030033>
25. Вишневський В.П., Вишневська О.М., Матюшин О.В., Шелудько Н.М. Монетарна влада у сучасному світі. Хто кине виклик долару?: монографія. Київ: Академперіодика, 2017. 200 с.
26. Ehrmann M., Fratzscher M. Communication by central bank committee members: Different strategies, same effectiveness. *Journal of Money, Credit, and Banking*. 2007. Vol. 39 (2–3), 509–541 p. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.0022-2879.2007.00034.x>
27. Conrad C., Lamla, M.J. The High-Frequency Response of the EUR-US Dollar Exchange Rate to ECB Monetary Policy Announcements. *KOF Working papers*. 2007. September. No. 174. 42 p. DOI: <https://doi.org/10.3929/ethz-a-005476100>
28. Haan De J. The effect of ECB communication on interest rates: An assessment. *The Review of International Organizations, Springer*. 2008. December. Vol. 3 (4), 375–398 p. URL: <https://doi.org/10.1007/s11558-008-9048-z>
29. Allard J., Catenaro M., Vidal J.P., Wolswijk G. Central bank communication on fiscal policy. *ECB Working paper series*. 2012. September. No. 1477. 31 p. URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1477.pdf>
30. Blinder A., Ehrmann M., Haan De J., Jansen D.-J. Necessity as the mother of invention: monetary policy after the crisis. *ECB Working Paper Series*. 2017. April. No. 2047. 60 p. URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2047.en.pdf?abe7bf104544fa3b8ba9be1bb85c6ef2>
31. Ernst E., Merola R. Central bank communication: A quantitative assessment *International labor office working paper*. 2018. August. No. 33. 23 p. URL: https://www.ilo.org/wcmsp5/groups/public/---dgreports/---inst/documents/publication/wcms_638328.pdf
32. Belongia M.; Ireland P.N. The evolution of U.S. monetary policy: 2000–2007. *NBER Working Papers*. 2016. September. No. 22693. 51 p. URL: <https://www.nber.org/papers/w22693>
33. Dincer N., Eichengreen, B. Central bank transparency and independence: updates and new measures. *International Journal of Central Banking*. 2014. March. Vol. 10 (1). 189–253 p. URL: <https://www.ijcb.org/journal/ijcb14q1a6.pdf>

34. Ukraine: Letter of Intent, Memorandum of Economic and Financial Policies, and Technical Memorandum of Understanding. *IMF*. 2016. September 1. 74 p. URL: <https://www.imf.org/External/NP/LOI/2016/UKR/090116.pdf>

Отримано 08.12.2018 та оновлено 20.12.18

References

1. Vishnevskiy, V.P., Sheludko, N.M. (2017). Global financial instability as a new normality: origins, challenges, prospects. *TERRA ECONOMICUS*, 15, 3, 32-55. DOI: 10.23683/2073-6606-2017-15-3-32-55 [in Russian]
2. Bereslavska, O.I. (2010). Foreign Exchange Policy of Ukraine: Theory and Practice. Irpin: Nats. un-t DPS Ukrainy [in Ukrainian]
3. Didkivska, T.V. (2011). The impact of trust institute on the economic relations of economic entities. *Ukr. socium – Ukrainian society*, 1 (36), 85-90 [in Ukrainian]
4. Moiseev, S. (2009, December 25). Secrets and publicity of the Bank of Russia. *Republic*. URL: <https://republic.ru/posts/l/226785> [in Russian]
5. Communication of monetary policy decisions by central banks: what is revealed and why: Monetary and Economic Department. (2009, May). *BIS Papers*, 47. URL: <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap47.pdf?noframes=1>
6. Code of Good Practices on Transparency in Monetary and Financial Policies. (1999, September 26). *IMF*. URL: <https://www.imf.org/external/np/mae/mft/code/index.htm>
7. Transparency in Monetary and Financial Policies. (2015, September). *IMF Factsheet*. URL: <https://www.imf.org/external/np/exr/facts/mtransp.htm>
8. Foreign Account Tax Compliance Act (FATCA). User Guide. No. D 13134. 74 p. URL: <https://www.irs.gov/pub/irs-utl/froug.pdf>
9. Jansen, D., Haan, J. (2005, April). Were verbal efforts to support the euro effective? A high-frequency analysis of ECB statements. *DNB Working Papers*. URL: https://www.nbp.pl/konferencje/2june/jansen_dehaan.pdf
10. Kedan, D., Stuart, R. (2014, April). Central Bank Communications: A Comparative Study. *Quarterly Bulletin Articles, Central Bank of Ireland*, 89-104. URL: <https://www.centralbank.ie/docs/default-source/news-and-media/2014/april/april-03/central-bank-communications-a-comparative-study.pdf?sfvrsn=2>
11. SimilarWeb. URL: <https://www.similarweb.com>
12. Leon, H., Williams, O.H. (2012). Effectiveness of intervention in a small emerging market: an event study approach. *IMF, Applied Financial Economics*, 22, 1811-1820. DOI: <https://doi.org/10.1080/09603107.2012.681024>
13. Muchlinski, E. (2011, May). Central Banks and coded language. Risks and benefits. Basingstoke: Palgrave Macmillan. DOI: <https://doi.org/10.1057/9780230305960>
14. Moura, M.L., Pereira, F.R., Attuy, G. de M. (2013, March). Currency wars in action: how foreign exchange interventions work in an emerging economy. *Inspere working paper*, 304/2013. URL: https://www.inspere.edu.br/wp-content/uploads/2013/06/2013_wpe304.pdf
15. Sarno, L., Taylor, M. (2001, September). Official Intervention in the Foreign Exchange Market: Is It Effective, and If So, How Does It Work? *Journal of Economic Literature*, XXXIX, 2690, 839-868. URL: https://www.cass.city.ac.uk/_data/assets/pdf_file/0008/40697/sarno_taylor_jel.pdf
16. Fratzscher, M. (2005, September). How successful are exchange rate communication and interventions? Evidence from time-series and event-study approaches. *ECB working paper series*, 528. URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp528.pdf>
17. Burkhardt, L., Fischer, A.M. (2007, October). Communicating Policy Options at the Zero Bound. *Swiss National Bank Working Papers*. URL: https://www.snb.ch/n/mmr/reference/working_paper_2007_12/source/working_paper_2007_12.n.pdf

18. Jansen, D.-J., Haan, De J. (2006). Look who's talking: ECB communication during the first years of EMU. *International Journal of Finance and Economics*, 11 (3), 219-228. URL: https://www.cesifo-group.de/DocDL/cesifo1_wp1263.pdf
19. Galardo, M., Guerrieri, C. (2017, July). The effects of central bank's verbal guidance: evidence from the ECB. *Temì di Discussione (Working papers)*, 1129. URL: https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/temi-discussione/2017/2017-1129/en_tema_1129.pdf
20. Engel, C., West, K., Taylor. (2006, August). Rules and the Deutschmark: Dollar Real Exchange Rate. *Journal of Money, Credit and Banking, Blackwell Publishing*, 38 (5), 1175-1194. URL: https://pdfs.semanticscholar.org/170e/65dbae736d8bf83a6d762cb7fdec560853a6.pdf?_ga=2.237242434.37406963.1532676199-884260502.1532676199
21. Petryk, O.I. (2008). The path to price stability: world experience and prospects for Ukraine. Kyiv: UBS NBU [in Ukrainian]
22. Koziuk, V.V. (2017). Independence of central banks and financial stability: orthodox and heterodox approaches. *Visnyk Natsionalnoho banku Ukrainy – Visnyk of the National Bank of Ukraine*, 239, 6-29 [in Ukrainian]
23. Zakutniia, A.O. (2017). Development of monetary policy on the basis of a transparent environment establishment for its implementation. Sumy: SumDU [in Ukrainian]
24. Holub, R., Hlushchenko, O. (2017, September). The National Bank of Ukraine Communication Strategy Optimization within the Framework of Impact on Exchange Rate Expectations of Economic Agents. *Economies*, 5(3), 33. DOI: <https://doi.org/10.3390/economies5030033>
25. Vishnevskiy, V.P., Vishnevskaya, O.M., Matiushyn, O.V., Sheludko, N.M. (2017). Monetary power in the modern world. Who will challenge the dollar? Kyiv: Akadempriodyka [in Ukrainian]
26. Ehrmann, M., Fratzscher, M. (2007, March–April). Communication by central bank committee members: Different strategies, same effectiveness. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 39 (2-3), 509–541. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.0022-2879.2007.00034.x>
27. Conrad, C., Lamla, M.J. (2007, September). The High-Frequency Response of the EUR-US Dollar Exchange Rate to ECB Monetary Policy Announcements. *KOF Working papers*, 174. DOI: <https://doi.org/10.3929/ethz-a-005476100>
28. Haan, De J. (2008, December). The effect of ECB communication on interest rates: An assessment. *The Review of International Organizations*, 3 (4), 375-398. DOI: <https://doi.org/10.1007/s11558-008-9048-z>
29. Allard, J., Catenaro, M., Vidal, J.P., Wolswijk, G. (2012, September). Central bank communication on fiscal policy. *ECB Working paper series*, 1477. URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1477.pdf>
30. Blinder, A., Ehrmann, M., Haan, De J., Jansen, D.-J. (2017, April). Necessity as the mother of invention: monetary policy after the crisis. *ECB Working Paper Series*, 2047. URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2047.en.pdf?abe7bf104544fa3b8ba9be1bb85c6ef2>
31. Ernst, E., Merola, R. (2018, August). Central bank communication: A quantitative assessment. *Research Department Working Paper*, 33. URL: https://www.ilo.org/wcmsp5/groups/public/---dgreports/---inst/documents/publication/wcms_638328.pdf
32. Belongia, M., Ireland, P.N. (2016, September). The Evolution of U.S. Monetary Policy: 2000–2007. *NBER Working Papers*, 22693. URL: <https://www.nber.org/papers/w22693>
33. Dincer, N., Eichengreen, B. (2014, March). Central Bank Transparency and Independence: Updates and New Measures. *International Journal of Central Banking*, 10 (1), 189-253. URL: <https://www.ijcb.org/journal/ijcb14q1a6.pdf>
34. Ukraine: Letter of Intent, Memorandum of Economic and Financial Policies, and Technical Memorandum of Understanding. (2016, September 1). *IMF*. URL: <https://www.imf.org/External/NP/LOI/2016/UKR/090116.pdf>

Received on 08.12.2018 and updated on 20.12.18