

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ  
ДЕРЖАВНИЙ ВИЩИЙ НАВЧАЛЬНИЙ ЗАКЛАД  
«КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ  
імені ВАДИМА ГЕТЬМАНА»

# **ІНФОРМАЦІЙНО-АНАЛІТИЧНІ МАТЕРІАЛИ**

## **ЩОДО ФОРМУВАННЯ ОСНОВНИХ ЗАСАД ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ НА 2017 РІК І СЕРЕДНЬОСТРОКОВУ ПЕРСПЕКТИВУ**

**Збірник**  
*для здобувачів вищої освіти  
за спеціальністю  
«Фінанси, банківська справа  
та страхування»*

---

*До 150-річчя з дня народження  
М. В. Довнар-Запольського*

---

За редакцією доктора економічних наук *С.М. Аржевітіна*

**УДК 336.74+336.77](082)"2017"**

**I-74**

*Рецензенти*

**В. В. Корнєєв**, д-р екон. наук, проф.

(Державний науково-дослідний інститут інформатизації та моделювання економіки Міністерства економічного розвитку і торгівлі України)

**В. І. Міщенко**, д-р екон. наук, проф.

(Університет банківської справи)

**В. Л. Смагін**, д-р екон. наук, проф.

(Київський національний економічний університет ім. Вадима Гетьмана)

*Рекомендовано до друку Вченою радою КНЕУ*

*Протокол № 12 від 25.05.2017*

**I-74 Інформаційно-аналітичні** матеріали щодо формування Основних засад грошово-кредитної політики на 2017 рік і середньострокову перспективу : Зб. для здобувачів вищої освіти за спец. «Фінанси, банківська справа та страхування» / С. М. Аржевітін, Н. Г. Заболотна, Н. В. Циганова та ін. ; За ред. д-ра екон. наук С. М. Аржевітіна. [Електронний ресурс]. — Київ : КНЕУ, 2017. — 209, [6] с.

ISBN 978-966-926-173-1

У збірнику консолідовано й узагальнено матеріали щодо формування та реалізації Основних засад грошово-кредитної політики в Україні. Головний акцент зроблено на формуванні Основних засад грошово-кредитної політики на 2017 рік і середньострокову перспективу. Збірник висвітлює правові підвалини формування Основних засад грошово-кредитної політики в Україні, методичні рекомендації й аналіз процедур, думки експертів та рекомендації щодо цільових орієнтирів грошово-кредитної політики на 2017 рік і середньострокову перспективу.

Збірник призначений для науковців, практиків, викладачів, аспірантів та магістрів, а також стане у нагоді усім, хто цікавиться проблемами грошово-кредитного регулювання.

**УДК 336.74+336.77](082)"2017"**

*Розповсюджувати та тиражувати  
без офіційного дозволу КНЕУ забороняється*

© КНЕУ, 2017

© С. М. Аржевітін, Н. Г. Заболотна,  
Н. В. Циганова та ін., 2017

**ISBN 978-966-926-173-1**

# Зміст

|                                                                                                                                                                   |            |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| Передмова .....                                                                                                                                                   | 4          |
| <b>1. ЕКОНОМІКО-ПРАВОВІ АСПЕКТИ ФОРМУВАННЯ ОСНОВНИХ ЗАСАД ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ .....</b>                                                                    | <b>6</b>   |
| 1.1. Трансформація цільової спрямованості грошово-кредитної політики НБУ в умовах системної розбалансованості економіки .....                                     | 6          |
| 1.2. Нормативно-правові положення щодо формування Основних засад грошово-кредитної політики .....                                                                 | 15         |
| <b>2. ЕВОЛЮЦІЯ ОСНОВНИХ ЗАСАД ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ .....</b>                                                                                                | <b>28</b>  |
| 2.1. Особливості формування та реалізації Основних засад грошово-кредитної політики протягом 1998—2013 рр. ....                                                   | 28         |
| 2.2. Грошово-кредитна політика НБУ в умовах стагфляційної кризи .....                                                                                             | 39         |
| <b>3. ПРОБЛЕМИ ФОРМУВАННЯ ТА РЕАЛІЗАЦІЇ ОСНОВНИХ ЗАСАД ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ НА 2016 ТА 2017 Р. ....</b>                                                     | <b>49</b>  |
| 3.1. Формування цільових орієнтирів грошово-кредитної політики Національного банку України у 2016 р. ....                                                         | 49         |
| 3.2. Реалізація цільових орієнтирів грошово-кредитної політики Національного банку України у 2016 р. ....                                                         | 49         |
| 3.3. Рішення Громадської колегії Національного банку України щодо Основних засад грошово-кредитної політики 22.02.2017 р. ....                                    | 59         |
| 3.4. Зі звіту Правління Національного банку України щодо проведення грошово-кредитної політики у 2016 р. ....                                                     | 61         |
| 3.5. Оцінка Радою Національного банку України діяльності Правління у 2016 р. ....                                                                                 | 70         |
| 3.6. Експертна оцінка кафедри банківської справи КНЕУ пропозицій Правління НБУ стосовно розроблення Основних засад грошово-кредитної політики. ....               | 72         |
| 3.7. Рекомендації щодо розроблення основних засад грошово-кредитної політики на 2017 р. ...                                                                       | 76         |
| 3.8. Вплив співпраці України та МВФ на формування грошово-кредитної політики .....                                                                                | 76         |
| <b>4. ГРОМАДСЬКЕ ОБГОВОРЕННЯ ОСНОВНИХ ЗАСАД ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ НА 2017 РІК І СЕРЕДНЬОСТРОКОВУ ПЕРСПЕКТИВУ .....</b>                                       | <b>80</b>  |
| 4.1. Обговорення Основних засад грошово-кредитної політики .....                                                                                                  | 81         |
| 4.2. Пропозиції щодо подальшого вдосконалення Основних засад грошово-кредитної політики на 2017 рік, які надані науково-професійною громадськістю .....           | 92         |
| <b>5. ПРОПОЗИЦІЇ КАФЕДРИ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ ДО ПРОЕКТУ СТРАТЕГІЇ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ НА 2017–2020 РОКИ. ....</b>                      | <b>120</b> |
| 5.1. Обґрунтування цілей монетарної політики .....                                                                                                                | 120        |
| 5.2. Стратегічні і тактичні цілі монетарної політики .....                                                                                                        | 122        |
| 5.3. Базові принципи Стратегії монетарної політики .....                                                                                                          | 123        |
| 5.4. Основні особливості стагфляційної макроекономічної динаміки і больові точки монетарної сфери в Україні, що потребують зусиль Національного банку .....       | 124        |
| 5.5. Особливості трансмісійного механізму монетарної політики .....                                                                                               | 126        |
| 5.6. Система стратегічних і тактичних заходів щодо оптимізації монетарного регулювання, зниження інфляції та створення передумов для економічного зростання ..... | 129        |
| <b>ВИСНОВКИ .....</b>                                                                                                                                             | <b>143</b> |
| <b>СПИСОК ДЖЕРЕЛ .....</b>                                                                                                                                        | <b>144</b> |
| <b>ДОДАТКИ .....</b>                                                                                                                                              | <b>148</b> |

## Передмова

Україна переживає тривалу системну фінансово-економічну кризу, що охопила реальний сектор економіки, держані фінанси, монетарну сферу, банківську систему, фінансовий ринок. Наслідками кризи стали падіння темпів економічного зростання, критична розбалансованість економіки, зниження її конкурентоспроможності та інвестиційної привабливості, відплив фінансового і людського капіталу за кордон, підлив довіри до гривні та банків, швидке знецінення – внутрішнє і зовнішнє – гривні, деградація ролі банків у кредитному забезпеченні розвитку економіки та ін.



У цих умовах надзвичайно важливим є об'єктивна оцінка економічної ситуації та адекватно визначена цільова спрямованість грошово-кредитної політики НБУ, методи та інструменти, що спрямовані на реалізацію визначених цілей.

Але програмні документи із реформування монетарної сфери економіки України, що на сьогодні є чинними і визначають економічний розвиток країни, не завжди взаємоузгоджені за цільовим характером владними структурами, мають багато декларативних положень про перебудову економіки і здійснення реформ, не завжди адекватно враховують реальний стан і стратегічні інтереси українського суспільства. Подвійні стандарти монетарної політики, її залежність від вимог МВФ, кредитна криза, демонетизація реального сектору економіки і перманентні потрясіння банківської системи змушують замислитися про те, чи існує стратегічне бачення у Національному банку і наскільки продуманою та ефективною є його переговорна позиція з МВФ.

Однією з основних проблем є відсутність національної стратегії економічного розвитку, спрямованої на забезпечення реструктуризації і модернізації економіки на основі якісно нового типу індустріалізації. Це суттєво ускладнює ефективне проведення монетарної політики. Проте з боку НБУ також відсутні ініціативи щодо розробки і обговорення з іншими гілками влади та експертним середовищем ефективної стратегії монетарної політики до 2020 р., в якій би був даний об'єктивний діагноз поточних проблем, окреслені пропозиції щодо відновлення економічного зростання та визначені відповідні стратегічні напрями монетарного розвитку. У сучасних умовах регулятивна діяльність центрального банку не може бути зосереджена лише на монетарній сфері. У світовій історії є багато успішних прикладів, коли саме центральний банк ініціював розробку ефективної економічної і фінансової стратегії виходу країни з глибокої кризи.

Збірник інформаційно-аналітичних матеріалів є джерелом інформації з проблем **формування Основних засад грошово-кредитної політики на 2017 рік і середньострокову перспективу**. У даному збірнику зроблена спроба узагаль-

нити і систематизувати законодавчі й нормативні акти, що регламентують формування грошово-кредитної політики в Україні, досвід регуляторної діяльності центрального банку у цій царині, результати громадського обговорення цільових орієнтирів монетарного регулювання, ініційованого Асоціацією українських банків і Громадською колегією при Раді Національного банку України, фахову думку вітчизняних експертів щодо ролі та цільової спрямованості грошово-кредитної політики НБУ. Особливу увагу приділено визначенню цільових орієнтирів Основних засад грошово-кредитної політики на 2017 рік і середньострокову перспективу. Збірник також містить пропозиції науковців кафедри банківської справи ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана» до проекту Стратегії монетарної політики Національного банку України на 2017–2020 роки.

Матеріали збірника, безперечно, будуть цікавими та корисними не лише для науковців і практиків у сфері монетарного регулювання, але й для аспірантів, студентів, що вивчають функціонування центральних банків і механізми грошово-кредитного регулювання, усіх, хто цікавиться зазначеними проблемами.

**С.М. Аржевітін,**  
**д.е.н., заслужений економіст України,**  
**Голова Ради Асоціації українських банків і**  
**Громадської колегії при Раді НБУ,**  
**професор та завідувач кафедри**  
**банківської справи ДВНЗ «КНЕУ імені Вадима Гетьмана»**

# Розділ 1

## ЕКОНОМІКО-ПРАВОВІ АСПЕКТИ ФОРМУВАННЯ ОСНОВНИХ ЗАСАД ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ

### 1.1. ТРАНСФОРМАЦІЯ ЦІЛЬОВОЇ СПРЯМОВАНOSTІ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ НБУ В УМОВАХ СИСТЕМНОЇ РОЗБАЛАНСОВАНOSTІ ЕКОНОМІКИ

Вплив на економічні процеси держава забезпечує через розроблення та впровадження соціально-економічної політики, яка спрямована на створення умов для економічного зростання, зменшення безробіття, забезпечення стабільності національної грошової одиниці. Реалізація економічної політики держави відбувається через відповідні державні інституції, які забезпечують досягнення відповідних цілей економічної політики держави і в той же час, несуть відповідальність за повне і своєчасне виконання визначених цілей.

Суттєву роль у реалізації цілей загальноекономічної політики держави відіграє грошово-кредитна політика, яка через регулювання грошово-кредитних і валютних відносин має можливість впливати не лише на монетарну сферу економіки, а й на реальний і зовнішній сектори економіки.

Грошово-кредитна політика – це комплекс взаємозв’язаних, скоординованих на досягнення задалегідь визначених економічних і соціальних цілей, заходів щодо регулювання грошового ринку, які здійснює держава через центральний банк. Грошово-кредитна політика це організаційно оформлений, регулятивний механізм зі своїми специфічними цілями, інструментами та роллю [1, с. 532].

Згідно з господарським кодексом України «грошово-кредитна політика, спрямована на **забезпечення економіки економічно необхідним обсягом грошової маси, досягнення ефективного готівкового обігу, залучення коштів суб’єктів господарювання та населення до банківської системи, стимулювання використання кредитних ресурсів на потреби функціонування і розвитку економіки**» [2].

В Україні головним суб’єктом грошово-кредитної політики є Національний банк, який відповідно до Конституції України та Закону «Про Національний банк України» визначає і реалізує грошово-кредитну політику.

Національний банк України є центральним банком України, особливим центральним органом державного управління, юридичний статус, завдання, функції, повноваження і принципи організації якого визначаються Конституцією України, Законом України "Про Національний банк України" та іншими законами України.

В світовій історії є багато успішних прикладів, коли саме **центральный банк ініціював розробку ефективної економічної і фінансової стратегії виходу країни з глибокої кризи, сприяв прискоренню економічного зростання і на цій основі підвищення добробуту населення** даної країни.

В Україні вже понад 25 років, так і не створені інституційні та економічні умови для ефективної діяльності НБУ як самостійного органу монетарної влади. Проте, саме за останні два роки внаслідок об’єктивних обставин і суттєвих помилок НБУ в монетарному, валютному і банківському регулюванні відбулись безпрецедентні за всю історію існування гривні зростання інфляції, руйнація вартості національної валюти і української банківської системи

Сучасна законодавча база діяльності НБУ та банківської системи в цілому не в повній мірі відповідає новим вимогам, що постали перед ними в умовах системної кризи та глобальної фінансової нестабільності. В Конституції України (1996 р.) основною функцією НБУ визнано лише забезпечення стабільності грошової одиниці, натомість, згідно із Конституціями інших країн центральний банк несе відповідальність за економічне зростання, зайнятість населення тощо.

«У розвинутих ринкової економіках завдяки динамічній збалансованості попиту і пропозиції на грошових ринках роль грошей у економічному розвитку зводиться переважно до стимулювання (дестимулювання) економічних агентів через зміну пропозиції грошей, що впливає на динаміку цін (на товарних і фінансових ринках) або ж на рівень процентних ставок чи валютного курсу, а можливо на всі одночасно. Такого трактування ролі грошей дотримуються представники переважної більшості сучасних напрямів західної економічної думки. На цій підставі у монетарній теорії і практиці поступово утвердилася думка, що ключовим завданням центральних банків є регулювання вартості грошей (внутрішньої та зовнішньої) з незначним відхиленням її динаміки від стабільного рівня. За успішного вирішення цього завдання сили ринкового механізму самостійно забезпечать економічне зростання, і нема потреби втручатися в ці процеси державним регулятором, у тому числі центральним банком. Сьогодні банківське законодавство більшості розвинутих країн звело завдання центральних банків до забезпечення стабільності грошей, ефективного банківського регулювання та нагляду і зняло з них місію прямого стимулювання розвитку реального сектору економіки. Україна при розбудові свого центрального банку скопіювала цей досвід розвинутих країн і теж зняла з нього стимулюючу функцію щодо економічного зростання» [3, с. 19–20].

Дійсно, в Конституції України (1996 р.) у статті 99 однозначно зазначено, що основною функцією Національного банку України є лише забезпечення стабільності грошової одиниці [4].

### **Конституція України**

**Стаття 99.** Грошовою одиницею України є гривня.

Забезпечення стабільності грошової одиниці є основною функцією центрального банку держави – Національного банку України.

### **Гриценко А., д.е.н.**

«Стабільність грошової одиниці — це відносна незмінність вартості, яку представляє грошова одиниця в обігу і яка виражається у купівельній спроможності грошей. Оскільки на гроші можна купити товари, послуги та іноземну валюту, то у стабільності грошової одиниці можна розрізнати внутрішню і зовнішню складові. Інфляція характеризує внутрішню, а обмінний курс валюти — зовнішню складові стабільності (нестабільності). Ця відмінність відіграє дуже істотну роль у країнах з відкритою економікою і високим рівнем присутності іноземної валюти (доларизації)» [5, с. 90].

«Якщо економіка внутрішньо збалансована і має стійкий платіжний баланс, то стабільність може бути зведено до внутрішньої стабільності – інфляції. Саме такий підхід панує у європейських країнах.. Але якщо економіка розбалансована і має нестійкий платіжний баланс, то треба дбати про стабільність грошової одиниці в єдності її внутрішнього та зовнішнього вираження. Єдина власна мета монетарної політики – забезпечення стабільності грошової одиниці – роздвоюється на дві взаємозалежні цілі :внутрішню (інфляція) і зовнішню (обмінний курс) стабільність. Мета стає двоєдиною» [6, с. 64].

Тобто концентрація зусиль виключно на забезпеченні стабільності національної валюти за наявності макроекономічних диспропорцій, низького технічного та технологічного стану реального сектору економіки, значної залежності від зовнішніх чинників унеможливорює реалізацію НБУ поставленої мети. Ситуація ускладнюється тим, що Україна пережила руйнівні гіперінфляційні процеси, наслідком яких стало знищення грошових заощаджень населення та суб'єктів господарювання, суттєве зниження рівня монетизації економіки, що ускладнює фінансове забезпечення інвестиційних процесів в економіці і, в результаті, обмежує можливості щодо модернізації підприємств реального сектору економіки на інноваційній основі.

Україна «пережила глибоку системну кризу, що перевищила за своїми руйнівними наслідками Велику Депресію 1930-х років, а можливо і наслідки Другої світової війни в економіках багатьох країн. Щоб відновити докризовий рівень виробництва, потрібно забезпечувати динамічне та тривале нарощування виробничого потенціалу. Провести докорінні структурні зміни в економіці, для чого потрібні величезні фінансові впливання в реальний сектор. Економічні агенти цього сектора в більшості своїй не можуть сформувати такі ресурси за результатами своєї поточної діяльності і змушені залучати переважну частку ззовні. Але і це завдання вони не зможуть вирішити без активного сприяння з боку держави, зокрема центрального банку».

«Внаслідок цих особливостей української економіки в ній не можна реалізувати той механізм взаємодії монетарної сфери та реального сектора, що успішно діє в умовах зрілих ринкових економік. У нас зовсім недостатньо забезпечити стабільність грошей та очікувати, що проблему економічного зростання вирішать внутрішні ринкові сили реальної економіки. Ці сили поки що слабкі, а умови для їх реалізації значно обмежені, щоб обійтись без прямої підтримки з боку центрального банку. Навіть, у розвинутих країнах, які зняли функцію стимулювання з своїх центральних банків, на практиці останні постійно допускають відхилення від стабілізаційного принципу у своїй монетарній політиці (девальвація курсу; невелика контрольована інфляція, періодичні зміни процентних ставок) заради впливу на економічне зростання» [3, с. 20–21].

У законі «Про Національний банк України» [7] (1999, 2010 рр.) зазначена обмеженість функціонального призначення НБУ була ще більше посилена, оскільки задача стабілізації гривні була підмінена стабілізацією цін, тобто зі сфери відповідальності НБУ було виведено можливість курсової стабілізації. Така трансформація законодавчої бази дала можливість НБУ оголосити перехід до режиму інфляційного таргетування та про запровадження режиму вільного плавання курсу гривні, не зважаючи на можливі негативні наслідки для економіки і соціальної сфери.

### **Закон України "Про Національний банк України"**

#### **Стаття 6. Основна функція**

Відповідно до Конституції України основною функцією Національного банку є забезпечення стабільності грошової одиниці України.

При виконанні своєї основної функції Національний банк має виходити із пріоритетності досягнення та підтримки цінової стабільності в державі.

Національний банк у межах своїх повноважень сприяє фінансовій стабільності, в тому числі стабільності банківської системи за умови, що це не перешкоджає досягненню цілі, визначеної у частині другій цієї статті.

Національний банк також сприяє додержанню стійких темпів економічного зростання та підтримує економічну політику Кабінету Міністрів України за умови, що це не перешкоджає досягненню цілей, визначених у частинах другій і третій 6-ї статті цього ж Закону.

Як зазначає проф. М.І. Савлук, «таким формулюванням ...ототожнили стабільність грошей із ціновою стабільністю і підмінили основну функцію (стабілізацію грошей) тільки одним функціональним завданням – ціновою стабілізацією. Таку підміну можна розглядати як істотне порушення конституційної норми і як спробу зняти з НБУ відповідальність за виконання стабілізаційних завдань на валютному та грошово-кредитних ринках. По суті, з другої половини 2010 року в країні ніхто не відповідає за стан валютного ринку і динаміку курсу гривні» [8, с. 49].

**Унковська Т.Э. д.е.н., проф.**

«Законои та Конституція України й не можуть замінити підручники та дослідження з макроекономіки й теорії грошей, з яких добре відомо, що валютний курс — це одна з ключових цін в економіці, і його стабільність є найважливішим чинником загальної цінової стабільності. У порівняно невеликій, відкритій та імпортозалежній українській економіці цей зв'язок особливо сильний: падіння курсу гривні практично відразу з невеликим лагом відображається в зростанні споживчих цін. Після досягнення девальвацією критичного порога виникає інтенсивне зростання цін, зумовлене логікою розкручення девальваційно-інфляційної спіралі. Тому відповідальність за цінову стабільність автоматично передбачає необхідність підтримки стабільності курсу національної валюти за будь-якого валютного режиму — з фіксованим чи плаваючим курсом. Недотримання цього принципу, публічно задеклароване в офіційних заявах НБУ, спровокувало сплеск девальваційних очікувань, відплив депозитів і різке падіння довіри до монетарного регулятора, які стали основними драйверами девальваційної спіралі. Це не можна називати панікою. З одного боку, це природна реакція учасників ринку із захисту своїх заощаджень у відповідь на неефективні хаотичні дії НБУ, з іншого — спровокована регулятором активізація спекулятивного сегмента ринку» [9].

У пропозиціях стосовно розроблення Основних засад ГКП на 2016–2020 роки, Правління НБУ зазначає, що оскільки низька і стабільна інфляція є одним із головних внесків у стале економічне зростання, який може бути забезпечений центральним банком, Національний банк вважає, що інфляційне таргетування є найсприятливішим режимом для створення середовища низької та стабільної інфляції.

«З моменту підписання Україною Угоди з МВФ про Механізм розширеного фінансування (EFF) вибір монетарного режиму інфляційного таргетування прописаний і в «Меморандумі про економічну і фінансову політику», і в «Основних засадах грошово-кредитної політики на 2015 рік», «Пропозиціях стосовно розроблення Основних засад грошово-кредитної політики на 2016–2020 роки». Згідно з названими документами підтримка економічного зростання не є пріоритетом НБУ, серед цілей вона перебуває на третьому місці після цінової та фінансової стабільності, причому в стратегії ГКП підкреслюється принцип «беззаперечної пріоритетності цінової стабільності» і наголошується на «невикористанні інструментів політики для досягнення будь-яких цілей, які загрожуватимуть досягненню цінової стабільності». На практиці це означатиме згортання грошової пропозиції при загрозі підвищення інфляції, що може негативно вплинути на зниження монетизації і сприяти рецесії» [10].

Обмежувальний підхід до трактування цільової спрямованості грошово-кредитної політики НБУ визначив і відповідний механізм реалізації грошово-кредитної політики. Основним трендом стало суттєве підвищення відсоткових ставок, обмеження обсягів кредитування економіки з боку комерційних банків, і як наслідок даної політики — спад виробництва, зростання безробіття.

У зв'язку з цим і виникає питання, чому в таких складних обставинах, в яких знаходиться Україна в останні 25 років, Національний банк України, як центральний банк незалежної держави, який має повноваження щодо емісії національних грошей, не використовує потенційні можливості для подолання рецесії та стимулювання економічного зростання, спрямування створеного емісійного ресурсу на розвиток вітчизняної економіки та підвищення на цій основі добробуту населення України. Відповідь на це питання дають фахівці Інституту економіки та прогнозування в монографії «Фінансово-монетарні важелі економічного розвитку».

«В 1996 р., коли приймалась Конституція, Україна ще не пододала наслідків гіперінфляції, і всі ще гостро відчували на собі її руйнівні наслідки та боялися нового інфляційного сплеску, ймовірність якого ще була досить високою. В цих умовах стабілізаційна функція НБУ видавалася найприйнятнішою, а в стимулюючій функції легко було розледіти інфляційну загрозу. На жаль, такі підходи до визначення місії НБУ в цей період не тільки підтримувалися, а й активно нав'язувалися в Україні іноземними консультантами, зокрема представниками МФВ, які надто вірили в монетаристську концепцію саморегульованості ринкової економіки і не хотіли враховувати специфіку української економіки на сучасному етапі її розвитку. Відповідно до такого обмеженого трактування функцій НБУ розбудовувався і механізм його грошово-кредитної політики. Стимування пропозиції грошей виявилося чи не єдиним способом боротьби з інфляцією, а такий її спосіб, як монетарне стимулювання інвестицій та зайнятості, що забезпечують економічне зростання, опинилися поза межами впливу грошово-кредитної політики» [3, с. 19–20].

Дослідження особливостей реалізації грошово-кредитної політики в розвинутих країнах і країнах з перехідною економікою свідчить, що **цілі та заходи грошово-кредитної політики** центрального банку змінювались відповідно до тих завдань, які необхідно було **розв'язувати державі на кожному окремому етапі розвитку**, і не обмежувалося лише досягненням цінової стабільності.

«У дослідженні, присвяченому еволюції розвитку центральних банків у світі, американський учений Дж. Епштейн підкреслює, що «практично всі ЦБ тією чи іншою мірою були залучені у реалізацію «промислової політики» або, іншими словами, здійснювали «вибіркове таргетування». Ключова відмінність полягала у виборі конкретних секторів економіки для підтримки. Тобто економічний розвиток був тісно пов'язаний з тим, які саме сектори користувались підтримкою ЦБ (та інших державних інституцій)» Дослідник робить висновки, що «політика центральних банків, яка відповідала інтересам промислового та соціального розвитку, зробила більш істотний внесок у економічне зростання своїх країн, ніж заходи ЦБ, що були орієнтовані на розвиток фінансового сектора». Проте, оскільки встановити тісний зв'язок цих процесів дуже складно, Дж. Епштейн, узагальнюючи, наголошує, що «внесок визначається більшою кількістю факторів, зокрема таких, як структура національної економіки, роль країни у світовій економіці і станом світової економіки в цілому в кожний конкретний період». Для країн з економікою, що розвивається, політика зі стимулювання економічного розвитку і підтримки внутрішньої стабільності була важливішою і дала сильніші ефекти, ніж у розвинених країнах, хоча для досягнення заявлених цілей центральні банки і використовували той самий арсенал інструментів» [10].

На цю важливу особливість діяльності центральних банків в умовах кризи та економічної нестабільності акцентує увагу і проф. М.І. Савлук. «Більшість сучасних високорозвинутих країн переживали в своїй історії періоди економічної розрухи (світова криза 1929–1931 рр., друга світова війна) Наступне відновлення економіки включало динамічне та **тривале нарощування виробничого потенціалу**, відновлення інфраструктури, проведення реструктуризації реального сектору. Вирішення цих завдань **потребувало великих фінансових ресурсів, до формування яких і залучались центральні банки**. Більшість з цих держав звільнили центральні банки від функцій забезпечення економічного зростання тільки в 1950-ті роки минулого століття» [8, с. 48].

Так, зокрема, в Законі «Про Банк Канади» зазначено, що «Центральний банк Канади створюється з метою грошового та кредитного регулювання в інтересах економічного життя народу, контролю і захисту зовнішньої вартості національної грошової одиниці і пом'якшення впливу її коливань на загальний рівень виробництва, торгівлі, цін і зайнятості

наскільки це можливо, виходячи з характеру монетарних дій, та в цілому сприяти економічному і фінансовому добробуту Канади» [5, с. 91].

Для прискореного відновлення і модернізації реального сектору економіки після Другої світової війни центральні банки таких країн, як Франція, Великобританія, Німеччина, Японія, застосовували переважно прямі заходи впливу та забезпечували активну підтримку відновлювальним процесам через довгострокове рефінансування банків, надання пільгових кредитів, регулювання відсоткових ставок. Створення високорозвинutoї та конкурентоспроможної економіки, суттєве підвищення добробуту населення в цих країнах, активний розвиток фінансових ринків, спроможних акумулювати та перерозподіляти короткострокові, і, особливо, довгострокові ресурси, дало можливість цим країнам зняти з центрального банку завдання щодо стимулювання економічного зростання, залишивши на ньому відповідальність лише за забезпечення внутрішньої та зовнішньої стабільності, і поступово перейти від прямих до ринкових інструментів грошово-кредитного регулювання.

Але після світової фінансової кризи 2008 року «розвинені та багато країн, що розвиваються, здійснюють кардинальний розворот до активної індустріалізації з новим технологічним укладом. Кластерні стратегії урядів координуються з реалізацією нової парадигми монетарної політики центральних банків... Загалом для світової економічної думки після початку глобальної фінансової кризи стала очевидною помилковість розуміння функції центрального банку як досягнення однієї мети — забезпечення низької інфляції. Сучасні центральні банки мають достатньо впливові інструменти, щоб не лише контролювати низьку інфляцію, а й спрямовувати грошові потоки у реальний сектор для створення оптимальних передумов економічного зростання. Після 2008 р. світ перейшов до нової парадигми центрального банкінгу — мультитаргетуванню, тобто до принципу «багато цілей багато інструментів» [11].

**Сомик А.В., к.е.н.**

*«У кризовий і посткризовий період відбулася суттєва трансформація функцій центральних банків. Під впливом світової фінансової кризи відбулося розширення ключових функцій центральних банків і зміщення їх пріоритетів із цінової стабільності в бік сприяння економічному зростанню та забезпеченню фінансової стабільності. Чинним законодавством більшості країн чітко визначено ієрархічну підпорядкованість цілей центрального банку. Поряд з пріоритетним забезпеченням цінової стабільності ціллю багатьох центральних банків є також: досягнення повної зайнятості (Австралія, Ізраїль, США, Словаччина, Швеція, ЄЦБ), сприяння стійкому економічному зростанню/економічній політиці уряду (Австралія, Грузія, Ізраїль, Швейцарія, Швеція, Словаччина, Туреччина, Угорщина, Чехія, Україна), забезпечення стабільності фінансової/банківської системи (Білорусь, Бразилія, Англія, Грузія, Вірменія, Польща, Ізраїль, Ісландія, Німеччина, Норвегія, Росія, Мексика, США, Швеція, Чехія, Україна), забезпечення ефективного функціонування платіжних систем (Білорусь, Німеччина, Росія, США, Вірменія, Чилі, Японія, Мексика, Польща, Швеція). Водночас на практиці має місце невідповідність проголошених офіційних пріоритетів центральних банків (щодо забезпечення цінової стабільності) із фактичними (політикою кількісного пом'якшення з метою забезпечення фінансової стабільності та стимулювання економічного зростання)» [12].*

У 2012 році Центр досліджень діяльності центральних банків Банку Англії провів дослідження щодо впровадження центральними банками нетрадиційних інструментів грошово-кредитної політики з метою подолання наслідків Світової фінансової кризи 2008—2009 рр., і з'ясував юридичний мандат Центральних банків, які використовують режим інфляційного таргетування [13].

**ЮРИДИЧНИЙ МАНДАТ ЦЕНТРАЛЬНИХ БАНКІВ ДЕЯКИХ КРАЇН,  
ЯКІ ВИКОРИСТОВУЮТЬ РЕЖИМ ІНФЛЯЦІЙНОГО ТАРГЕТУВАННЯ [13]**

| Орган грошово-кредитного регулювання | Юридичний мандат                                                                                                                                                                                                                                                                            |
|--------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Банк Англі                           | «а) підтримувати стабільність цін; б) з урахуванням цієї цілі сприяти проведенню економічної політики Уряду її Величності, включаючи завдання щодо економічного зростання та зайнятості». Точне коло обов'язків Комітету грошово-кредитної політики щорічно коректується Міністром фінансів |
| Резервний банк Австралії             | «а) стабільність валюти; б) підтримка зайнятості; і с) економічне процвітання та добробут населення Австралії»                                                                                                                                                                              |
| Банк Ізраїлю                         | «а) підтримка стабільності цін в якості головної цілі; б) сприяння досягненню інших цілей економічної політики уряду, особливо забезпечення економічного зростання, зайнятості і зменшення соціальної нерівності, при умові, що це не суперечить підтримці стабільності цін»                |
| Центральний банк Ісландії            | Згідно Закону о центральний банк, головною ціллю Банку є стабільність цін; крім того, він зобов'язаний сприяти реалізації головних економічних цілей уряду, якщо вони не суперечать головній цілі Банку                                                                                     |
| Резервний банк Нової Зеландії        | Головним обов'язком Резервного банку Нової Зеландії є забезпечення «стабільності загального рівня цін». Крім того, Закон передбачає, що Міністр фінансів і Керуючий Резервним банком сумісно визначають конкретні таргети, що необхідні для забезпечення і підтримки стабільності цін       |
| Банк Норвегії                        | Королівським Указом від 29 березня 2001 р. визначено, що грошово-кредитна політика «повинна бути спрямована на підтримку низької та стабільної інфляції» і сприяти стабілізації обсягів виробництва та зайнятості                                                                           |
| Чеський національний банк            | Закон про Чеський національний банк визначає, що ЧНБ «повинен підтримувати стабільність цін». Також, ЧНБ «повинен сприяти проведенню загальної економічної політики уряду, спрямованої на стійке економічне зростання»                                                                      |
| Шведський державний банк             | Метою грошово-кредитної політики є підтримка стабільності цін. Крім того, Банк повинен підтримувати цілі загальної економічної політики для забезпечення стійкого зростання та високого рівня зайнятості                                                                                    |

**Кораблін С.А., д.е.н.**

*«Зона відповідальності "Нуль"»*

*«Одним із головних аргументів на користь інфляційного таргетування колись вважали ясність і простоту його інфляційної мети. Однак життя виявилось глибшим — вибір цієї «мішені» зміг масово виявити себе в період стійкого зростання, коли треба було охолоджувати національні економіки. Щойно вони перейшли у фазу спаду, монетарні обмеження втратили колишній сенс: розігрів виробництва потребував набагато складнішої політики відносно як цілей, так і інструментів. Недивно, що серед них опинився й валютний курс.»*

*...«Закон про НБУ щодо цього ніколи не був однобоким. Він і сьогодні вказує нашому центробанку кілька цілей: цінова стабільність, фінансова стабільність, підтримка економічного зростання. При цьому вони чітко структуровані: без досягнення пріоритетної, інфляційної, мети решта перебувають у сплячому режимі. Тож ключовою є мета з досягнення та утримання цінової стабільності (ст. 6 закону про НБУ). Однак визначена вона як низька інфляція в середньостроковій перспективі (від 3 до 5 років) (ст. 1). Інакше кажучи, як майбутня (!) інфляція.*

*У наявності парадокс — юридично Національний банк не відповідає ні за один (!) фактичний результат своєї діяльності. Падіння курсу гривні на 50 %? Ні, закон не обмежує його динаміки. Інфляція на рівні 43 %? Теж ні, закон каже лише про майбутню її величину, та й то через 3–5 років. Неконтрольоване падіння банків і затяжний обвал економіки? На*

жаль, НБУ не відповідає їй за них, оскільки має піклуватися... про майбутню інфляцію. Не вірите? Поцікавтеся відповідальністю НБУ за торішній вибух цін і провал у досягненні пріоритетної мети, і вам покажуть... інфляційний прогноз на 2019 р.:  $5 \pm 1$  %. Усе. Крапка. Казати будуть тільки про майбутнє й жодного слова — про реальне життя. І тривати це може з року в рік, нескінченно. Абсурд? Безумовно. Але він — результат внесення еклетики змін у закон про НБУ нерідко під тиском і загрозою втрати фінансової допомоги МВФ. Що, безумовно, не знімає відповідальності ні з тих, хто ці зміни готував, ні з тих, хто їх приймав» [14].

І неможливо не погодитись з думкою проф. М.І. Савлука: «Яким би досконалим не був режим цінової стабілізації, його не можна застосовувати завжди, а тільки за умов, що він сприятиме реальному економічному зростанню. Тому потрібно спочатку доручити Нацбанку виконувати завдання з сприяння економічному розвитку і поставити його за пріоритетністю в один ряд із ціновою стабільністю, а можливо й вище, і поставити вимогу до нього виробити достатній набір інструментів і методів виконання цього завдання. І тільки після цього можна дозволити перехід монетарної політики на режим інфляційного таргетування» [8, с. 53].

**Дзюблюк О.А., д.е.н., проф.**

«До того ж інфляція в Україні, котра є результатом впливу, з одного боку, немонетарних чинників (бюджетно-податкової політики, тарифів на житлово-комунальні послуги, світових цін на сировину й енергетичні ресурси), а з другого — девальваційних шоків, об'єктивно не може бути підконтрольною монетарним інструментам центрального банку. Тому віддання переваги інфляційному таргетуванню та відпущення валютного курсу «увільне плавання» можна розцінювати як безвідповідальне рішення саме стосовно умов функціонування національної економіки з її істотною відкритістю та нерозвиненістю інституційних засад ринкових відносин....».

«Очевидно, що в контексті викладеного слід вести мову не про безперечну орієнтацію на певні усталені зарубіжні зразки поведінки монетарної влади (як у випадку з інфляційним таргетуванням), а про вибір таких режиму обмінного курсу та способу реалізації валютної політики, котрі якнайповніше відповідали б національним інтересам і особливостям нашої країни, а також сприяли б досягненню макроекономічної стабілізації в коротко-строківій перспективі та стійкому зростанню економіки й суспільного добробуту — в довгостроковій» [15, с. 34].

В умовах системної структурної розбалансованості економіки НБУ став на шлях безумовного виконання вимог великих міжнародних кредиторів і монетизації фіскально-бюджетної політики уряду. Щоб вийти з такої залежності і бути конструктивним «гравцем» в економічному житті країни, НБУ потрібно стати провідним ініціатором і учасником розробки національної стратегії економічного розвитку, спрямованої на зміну структури економіки у відповідності з потребами українського народу, а також активним учасником її реалізації.

І як зазначає д.е.н., проф. Богдан Данилишин: «Вузьке розуміння Нацбанком своїх функціональних завдань зводять його пріоритети до утримання поточної курсової стабільності і здійснення антиінфляційних заходів та, по суті, виключає НБУ з числа виконавців системних антикризових заходів. Проте неможливість досягти орієнтирів макроекономічної стабілізації без розв'язання більш широких макроекономічних проблем, які склали підґрунтя кризи в Україні, вже стала очевидною. Отже, якщо координації зусиль НБУ та уряду і надалі не буде досягнуто, подолання кризи в Україні, як мінімум, затягнеться» [16].

З метою підвищення ефективності грошово-кредитного регулювання та створення відповідних монетарних передумов для розвитку економіки необхідно перш за все розширення цільової спрямованості грошово-кредитної політики НБУ. І в зв'язку з цим необхідно прийняти до уваги думку М.І. Савлука, який неодноразово пропонував внести зміни до Конституції

України та Закону України про НБУ, про те що «головною функцією НБУ має стати забезпечення економічного зростання, підвищення рівня зайнятості, підтримання стабільності гривні» [17, с. 154]. У той же час, слід пам'ятати, що стабільність грошової одиниці повинна передбачати як внутрішню (тобто стабільність внутрішніх цін), так і зовнішню (курсіву).

## СПИСОК ЛІТЕРАТУРИ

1. Гроші та кредит: підручник. – 6 вид. перері доп. / За заг. ред. Савлука М.І. – К.: КНЕУ, 2011. – 598 с.
2. Господарський кодекс України. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/436-15>
3. Фінансово-монетарні важелі економічного розвитку. Т. 2. Механізми грошового та фондового ринків і їх вплив на розвиток економіки України / За ред. Даниленко А.І. – К.: Фенікс, 2008. – 442 с.
4. Конституція України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/254%D0%BA/96-%D0%B2%D1%80>
5. Гриценко А.А., Кричевська Т.О. Проблеми змісту і методики викладання економічної науки. Макроекономіка: Підручник. Тема 14. Цілі та стратегія грошово-кредитної політики. – 2011. – [Електронний ресурс]. Режим доступу.: <http://dspace.nbuv.gov.ua/bitstream/handle/123456789/28462/08-Hrytsenko.pdf?sequence=1>
6. Гриценко А.А. Інституційна архітектоніка грошово-кредитної політики // Політика НБУ щодо подолання фінансово-економічної кризи і формування монетарних передумов розвитку економіки. Матеріали науково-кпрактичної конференції. – К., 2016. – 339 с.
7. Про Національний банк України: Закон України від 20.05.1999 р. № 679-XIV [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/679-14>
8. Савлук М.І. Трансформація функціональних завдань НБУ в умовах системної розбалансованості економіки України // Політика НБУ щодо подолання фінансово-економічної кризи і формування монетарних передумов розвитку економіки. Матеріали науково-кпрактичної конференції. – К.: 2016. –339 с.
9. Унковська Т.Е. Як урятувати національну валюту // Дзеркало тижня. – №9. –2015. – Режим доступу: <http://gazeta.dt.ua/macrolevel/yak-uryatuvati-nacionalnu-valyutu-.html>
10. Шумська С.С. Монетарна політика та відновлення економічного зростання в Україні // Економіка та прогнозування. – 2015. – №3. – С. 21–40.
11. Унковська Т.Е. Нова економічна стратегія для України // Дзеркало тижня. – №7. – 2017. – Режим доступу: <http://gazeta.dt.ua/macrolevel/nova-ekonomichna-strategiya-dlya-ukrayini-.html>
12. Сомик А. Підходи та проблеми оцінки ефективності грошово-кредитної політики національного банку України // Ефективна економіка. – Електронне наукове фахове видання: Режим доступу: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=3697>
13. Джилл Хеммонд. Практика інфляційного таргетування. – 2012. – Режим доступу: [http://www.bankofengland.co.uk/education/Documents/ccbs/handbooks/pdf/ccbsbb29\\_ru.pdf](http://www.bankofengland.co.uk/education/Documents/ccbs/handbooks/pdf/ccbsbb29_ru.pdf)
14. Кораблін А. НБУ: безтурботний вибір мети // Дзеркало тижня. – №7. – 2016. – Режим доступу: <http://gazeta.dt.ua/macrolevel/nbu-bezturbotniy-vibir-meti-.html>
15. Дзюблюк О.В. Валютна політика як фактор макроекономічної стабілізації // Фінанси України. – №11. – 2016. – С. 33–51.
16. Данилишин Б. Уряд і Національний банк: у пошуках спільної стратегії // Дзеркало тижня. – №45. – 2009. – Режим доступу: [http://gazeta.dt.ua/ECONOMICS/uryad\\_i\\_natsionalniy\\_bank\\_u\\_poshukah\\_spilnoyi\\_strategiyi.html](http://gazeta.dt.ua/ECONOMICS/uryad_i_natsionalniy_bank_u_poshukah_spilnoyi_strategiyi.html)
17. Савлук М.І. Монетарне стимулювання економічного розвитку України: оцінки та механізми // Економіка і прогнозування. – 2016. – № 3.

---

## 1.2 НОРМАТИВНО-ПРАВОВІ ПОЛОЖЕННЯ ЩОДО ФОРМУВАННЯ ОСНОВНИХ ЗАСАД ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ

---

Основним і єдиним нормативним документом, який регламентує параметри грошово-кредитної політики в Україні, є Основні засади грошово-кредитної політики. Нормативно-правові положення щодо формування Основних засад грошово-кредитної політики визначені Конституцією України [1], Законом України «Про Національний банк України» [2], Положенням про Порядок розроблення Основних засад грошово-кредитної політики та здійснення контролю за її проведенням [3].

У законі «Про Національний банк України» є окремий розділ присвячений грошово-кредитній політиці.

### Закон Про НБУ

#### **Стаття 24.** Основні засади грошово-кредитної політики

Основні засади грошово-кредитної політики визначають показники діяльності Національного банку у середньостроковій перспективі для досягнення цілей Національного банку, визначених статтею 6 цього Закону.

Рада Національного банку розробляє Основні засади грошово-кредитної політики на підставі пропозицій, наданих Правлінням Національного банку.

{Статтю 24 доповнено новою частиною згідно із Законом № 541-VIII від 18.06.2015}

При розробленні Основних засад грошово-кредитної політики використовуються макроекономічні показники, розраховані Кабінетом Міністрів України та Національним банком України, а також інша необхідна інформація.

{Частина третя статті 24 із змінами, внесеними згідно із Законом № 541-VIII від 18.06.2015}

Національний банк інформує Верховну Раду України про Основні засади грошово-кредитної політики та стан грошово-кредитного ринку в державі в порядку, передбаченому цим Законом.

- У монографії екс-голови НБУ В.С. Стельмаха «Монетарна політика НБУ: сучасний стан та перспективи змін» зазначено, що «Основні засади грошово-кредитної політики ґрунтуються на основних критеріях і макроекономічних показниках загальнодержавної програми економічного розвитку та Основних параметрах економічного та соціального розвитку України на відповідний період, що включають прогностичні показники обсягу валового внутрішнього продукту, рівня інфляції розміру дефіциту державного бюджету та джерел його покриття, платіжного та торговельного балансів, затверджених Кабінетом Міністрів України. Правові, економічні та організаційні засади формування прогностичних і програмних документів економічного та соціального розвитку України визначаються Законом України «Про державне прогнозування та розроблення програм економічного і соціального розвитку України». Основні засади грошово-кредитної політики розробляються на основі: прогнозів економічного і соціального розвитку України на короткостроковий і середньостроковий періоди; показників проектів зведеного та державного бюджетів України на плановий рік; аналізу очікуваних результатів грошово-кредитної політики за рік, що передувє тому, на який розробляються Основні засади грошово-кредитної політики» [4, с. 103–104].

У 2010 році до Закону України «Про Національний банк України» були внесені зміни, які певним чином удосконалили послідовність формування основних засад грошово-кредитної політики. Дані зміни були обумовлені тим, що на практиці виникали певні проблеми між окремими урядовими структурами щодо узгодження прогностичних макропоказників і термінів розроблення документів.

«До 2010 року НБУ мав двічі протягом року інформувати Верховну Раду України щодо розроблення і реалізації грошово-кредитної політики. Перший раз це відбувалося на початку року, що передує плановому (до 1 квітня), коли, згідно до вимог Бюджетного кодексу України, НБУ надавав Верховній Раді України проект Основних засад грошово-кредитної політики. Ця інформація надавалася і Кабінету Міністрів України, оскільки вона є необхідною для розробки інших головних документів, що визначають фінансову політику. Другий раз НБУ інформував Верховну Раду України про Основні засади грошово-кредитної політики після того, як цей документ буде остаточно затверджено Радою Національного банку, що, згідно Закону «Про Національний банк України» повинно відбутися не пізніше 15 вересня.

З середини 2010 року Національний банк України до 15 березня подає до Верховної Ради України та Кабінету Міністрів України прогностичні монетарні показники на наступний рік, а до 15 вересня має затвердити Основні засади грошово-кредитної політики і надати їх до Верховної Ради для інформації і до Кабінету Міністрів України для використання у подальшій роботі з розроблення Державного бюджету України на наступний рік. Однак, як показує аналіз, ці зміни не вирішили всіх проблем, пов'язаних з координацією дій учасників «процесу» [5, с. 115–116].

Як зазначає экс-голова НБУ В.С. Стельмах, аналітичні та інші матеріали для розробки Основних засад грошово-кредитної політики готуються структурними підрозділами Національного банку, базуючись на основних критеріях і макроекономічних показниках загальнодержавної програми економічного розвитку та Основних параметрах економічного і соціального розвитку України на відповідний період, а також на підставі власних досліджень [4, с. 105].

Для підготовки основних засад грошово-кредитної політики структурні підрозділи НБУ повинні провести аналіз:

- «1) економічного і соціального розвитку України за минулий та поточний роки. В тому числі: динаміки валового внутрішнього продукту за його складовими; інфляції та факторів її формування; проведення фіскальної політики; зміни в соціальній сфері, які включають в себе зайнятість населення, його доходи та інше;
- 2) розвитку основних секторів економіки: домашніх господарств, не- фінансових підприємств і організацій; державних фінансів; фінансового сектору;
- 3) грошово-кредитного ринку та реалізації грошово-кредитної політики у минулому та поточному роках. Динаміку та джерела формування монетарної бази та грошової маси; структуру грошової маси; монетарні коефіцієнти; кредити в реальний сектор економіки;
- 4) стану валютного ринку України, його міжбанківського та готівкового сегментів, політики Національного банку України щодо здійснення інтервенцій, рівня та динаміки обмінних курсів, змін купівельної спроможності гривні. Стан міжнародних резервів Національного банку України, джерела їх формування;
- 5) використання інструментів, за допомогою яких здійснювалось регулювання грошово-кредитного ринку;
- 6) прогнозу макроекономічного розвитку України, включаючи: валовий внутрішній продукт за його складовими; рівень інфляції; показники бюджету; платіжний та торговельний баланс; ринок праці; доходи населення та заробітну плату» [4, с. 104–105].

У формуванні та реалізації грошово-кредитної політики держави надзвичайно важливу роль відіграють Рада НБУ і Правління НБУ.

Відповідно до Конституції України основними завданнями Ради Національного банку є розроблення Основних засад грошово-кредитної політики та здійснення контролю за проведенням грошово-кредитної політики.

## **Конституція України**

**Стаття 100.** Рада Національного банку України розробляє основні засади грошово-кредитної політики та здійснює контроль за її проведенням.

Правовий статус Ради Національного банку України визначається законом. (Конституція України Закон від 28.06.1996 № 254к/96-ВР.)

Основні засади грошово-кредитної політики є тим основним та єдиним нормативним документом, який регламентує параметри грошово-кредитної політики в країні. Саме цей документ розробляє і затверджує Рада НБУ на кожний наступний рік.

У Законі про НБУ чітко прописані завдання та повноваження Ради Національного банку щодо розроблення Основних засад грошово-кредитної політики та здійснення контролю за проведенням грошово-кредитної політики.

18 червня 2015 року був прийнятий Закон України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо розбудови інституційної спроможності Національного банку України».

За словами д.е.н. С.М. Аржевітіна, з прийняттям у червні 2015 р. законів №541 і №542 щодо розбудови інституційної спроможності НБУ з'явився реальний шанс перетворити Раду НБУ із органу, що формалізував протягом багатьох років рішення Правління НБУ, в робочий (продуктивний) орган монетарної влади, наділений Конституцією України спеціальними повноваженнями по розробці Основних засад грошово-кредитної політики з правом здійснення контролю за її реалізацією та аналізом впливу на стан соціально-економічного розвитку України. Це право закріплено в 30-ти окремих пунктах закону [6].

## **Закон України "Про Національний банк України"**

**Стаття 8.** Завдання Ради Національного банку

Відповідно до Конституції України основними завданнями Ради Національного банку є розроблення Основних засад грошово-кредитної політики та здійснення контролю за проведенням грошово-кредитної політики.

**Стаття 9.** Повноваження Ради Національного банку

Рада Національного банку:

1) розробляє Основні засади грошово-кредитної політики на підставі пропозицій, наданих Правлінням Національного банку, публікує їх в офіційних виданнях та подає щорічно до 15 вересня до Верховної Ради України для інформування;

2) здійснює контроль за проведенням грошово-кредитної політики;

3) здійснює аналіз впливу грошово-кредитної політики України на стан соціально-економічного розвитку України та розробляє пропозиції щодо внесення відповідних змін до неї;

.....

13) оцінює діяльність Правління Національного банку щодо виконання Основних засад грошово-кредитної політики та з інших питань, рішення щодо яких є обов'язковими для Правління Національного банку; вносить Правлінню Національного банку рекомендації стосовно:

методів та форм прогнозування макропоказників економічного і соціального розвитку України, а також грошово-кредитної політики;

окремих заходів монетарного і регулятивного характеру та їх впливу на економічний і соціальний розвиток України;

політики курсоутворення та валютного регулювання;

розвитку банківської системи та окремих нормативних актів з питань банківської діяльності;

вдосконалення платіжної системи;

інших питань, віднесених законом до компетенції Ради Національного банку;

14) вносить рекомендації Кабінету Міністрів України стосовно впливу політики державних запозичень та податкової політики на стан грошово-кредитної сфери України;

.....  
*У разі неодноразового невиконання або неналежного виконання Правлінням Національного банку рішень Ради Національного банку, які є обов'язковими згідно з цим Законом, Рада Національного банку має право звернутися до Голови Національного банку або до Верховної Ради України та Президента України з викладенням своїх позицій.*

Згідно з повами доповненнями до Закону України про НБУ на Раду НБУ покладена ще одну додаткову функцію – це здійснення нагляду за системою внутрішнього контролю Національного банку України. У закон введено окрему статтю (під номером 13 прим.) «Аудиторський комітет», діяльність якого віднесено виключно до компетенції Рада НБУ. Головним призначенням цього комітету є оцінка надійності та результативності системи внутрішнього контролю в Національному банку, повнота та достовірність річної фінансової звітності. До складу Аудиторського комітету, крім членів Ради Національного банку, можуть входити незалежні експерти. Паралельно Рада НБУ здійснює нагляд за діяльністю підрозділу внутрішнього аудиту НБУ.

### ***Стаття 13-<sup>1</sup>. Аудиторський комітет***

*Рада Національного банку утворює Аудиторський комітет з метою оцінки надійності та результативності системи внутрішнього контролю в Національному банку, повноти та достовірності річної фінансової звітності Національного банку.*

*Аудиторський комітет є консультативним робочим органом Ради Національного банку та діє на підставі положення, що затверджується Радою Національного банку.*

*До складу Аудиторського комітету, крім членів Ради Національного банку, можуть входити незалежні експерти. Незалежним експертом може бути особа, яка має повну вищу освіту у галузі економіки, фінансів чи права або науковий ступінь у цих галузях, досвід роботи за фахом не менше 10 років та має бездоганну ділову репутацію, зокрема не має судимості, не погашеної і не знятої в установленому законом порядку.*

*На незалежних експертів поширюються обмеження, встановлені частиною четвертою статті 10 та частиною першою статті 65 цього Закону.*

*Кількість членів Аудиторського комітету не може бути більшою ніж п'ять осіб.*

*Засідання Аудиторського комітету проводяться не рідше десяти разів на рік.*

*{Розділ II доповнено статтею 13-<sup>1</sup> згідно із Законом № 541-VIII від 18.06.2015}*

Як зазначає д.е.н. С.М. Аржевітін, ще однією законодавчою новацією є те, що новопризначені члени Ради НБУ за виконання своїх функцій будуть отримувати грошову винагороду. Розмір щорічної винагороди члена Ради НБУ, очевидно, буде високим, бо закон дозволяє його прирівняти до чотирикратного розміру річної заробітної плати члена Правління Національного банку України. А це вже нова, не лише моральна (на громадських засадах) відповідальність, а відтепер і матеріально-адміністративна відповідальність перед суспільством за державницьке виконання (або не виконання) 100 статті Конституції України, відповідно до якої саме Радою НБУ розробляються і контролюються Основні засади ГКП.

І виникає питання, чи може хтось пригадати випадки покарань членів Ради НБУ або членів Правління НБУ за невиконання Основних засад грошово-кредитної політики? А відповідати є за що...

Мова іде не лише про не виконання ключових показників по оголошеній інфляції чи монетизації, це факти, позбавлення грошових ресурсів економіки, що, з одного боку, поглиблює кризу, а з іншого, маємо 3-х кратно знецінення національної валюти і в такій же пропорції зубожіння українців. Очевидно за такі прорахунки в монетарній політиці потрібно розпочинати комусь нести відповідальність перед суспільством. Враховуючи, що члени Ради будуть отримувати грошову винагороду за свою роботу, а також затверджують Порядок оплати праці Голові НБУ і членів Правління, очевидно було б доцільно встановити прямий зв'язок між правильністю обрання та виконання ними Основних засад грошово-кредитної політики і матеріальною винагородою обидвох керівних органів НБУ [6].

Основним принципом діяльності Ради НБУ має стати публічний і прозорий контроль за здійсненням грошово-кредитної політики, аналіз її впливу на стан соціально-економічного розвитку України

**Стаття 14. Функції Правління Національного банку**

Правління Національного банку згідно з Основними засадами грошово-кредитної політики через відповідні монетарні інструменти та інші засоби банківського регулювання забезпечує реалізацію грошово-кредитної політики, організує виконання інших функцій відповідно до статей 6 і 7 цього Закону та здійснює управління діяльністю Національного банку.

**Стаття 15. Повноваження Правління Національного банку**

Правління Національного банку:

1) приймає рішення:

щодо надання пропозицій Раді Національного банку стосовно розроблення Основних засад грошово-кредитної політики;

щодо економічних засобів та монетарних методів для реалізації Основних засад грошово-кредитної політики відповідно до прийнятих рішень Ради Національного банку із цих питань та необхідності забезпечення стабільності і купівельної спроможності національної валюти;

щодо банківського регулювання та нагляду;

щодо організації системи рефінансування;

щодо визначення та здійснення валютно-курсової політики, валютного регулювання та управління золотовалютними резервами;

щодо функціонування платіжних систем та організації розрахунків;

про емісію валюти України та вилучення з обігу банкнот і монет;

про встановлення та зміну облікової та інших процентних ставок Національного банку;

про диверсифікацію активів Національного банку та їх ліквідності;

щодо лімітів позабалансових зобов'язань Національного банку;

про формування резервів та покриття фінансових ризиків Національного банку;

щодо мінімального розміру золотовалютних резервів Національного банку;

про встановлення лімітів операцій на відкритому ринку, які здійснює Національний банк;

про перелік цінних паперів та інших цінностей, придатних для забезпечення кредитів Національного банку;

про умови допуску іноземного капіталу до банківської системи України;

про встановлення економічних нормативів для банків;

про розмір та порядок формування обов'язкових резервів для банків;

про застосування заходів впливу (санкцій) до банків та інших осіб, діяльність яких перевіряється Національним банком відповідно до Закону України «Про банки і банківську діяльність» та інших законів України;

.....

Правління Національного банку несе колегіальну відповідальність за діяльність Національного банку в межах компетенції членів Правління. Голова Національного банку несе відповідальність за діяльність Національного банку перед Президентом України та Верховною Радою України.

Чітке визначення правового статусу центрального банку надзвичайно важливо як для нормативно-правового регулювання діяльності самого центрального банку, так і для його взаємовідносин з органами державної влади.

У світовій практиці розрізняють дві основні моделі системи відносин вищих органів влади і центрального банку. Перша модель передбачає, що грошово-кредитна політика центрального банку розглядається як інструмент для регулювання економіки країни органами влади, тобто грошово-кредитна політика тісно пов'язана з бюджетною, структурною,

інвестиційною політиками, і використовується для вирішення економічних та соціальних завдань уряду; відповідно за даною моделлю іноді центральний банк вводиться до системи Мінфіну чи Мінекономіки (Японія, Франція, Велика Британія). Друга модель передбачає, що перед центральним банком ставиться мета підтримання стабільності цін у процесі здійснення грошово-кредитної політики, а центральна влада не здійснює на неї тиск (Німеччина, Нідерланди) [7, с. 15].

В зв'язку з цим, розуміючи, які негативні наслідки можуть мати місце в результаті впровадження недостатньо обгрунтованої монетарної політики, а також важливість і необхідність тісної координації монетарної, бюджетної, структурної, інвестиційної політики, у деяких країнах уряду чи міністерству фінансів законодавчо надані правові можливості втручання у діяльність центрального банку з метою коригування його грошово-кредитної політики.

Таблиця 1.2

**ПРАВА ДЕРЖАВИ НА ВТРУЧАННЯ У ГРОШОВО-КРЕДИТНУ  
ПОЛІТИКУ ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКУ [ 8, С. 65 ]**

| Країна          | Права держави                                                                                                                                 |
|-----------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Італія          | Право вирішення питань ГКП законодавчо передано уряду, його рішення виконує центральний банк                                                  |
| Франція         |                                                                                                                                               |
| Велика Британія | Державні органи мають чітко визначені законом права коригування діяльності центрального банку щодо ГКП держави                                |
| Нідерланди      |                                                                                                                                               |
| Росія           |                                                                                                                                               |
| Швеція          |                                                                                                                                               |
| Японія          |                                                                                                                                               |
| Австрія         | Законодавство не дає права державним органам втручатися в ГКП центрального банку, але зобов'язує його підтримувати економічну політику уряду. |
| Данія           |                                                                                                                                               |
| Україна         |                                                                                                                                               |
| Німеччина       | Законодавство не дає права державі втручатися у діяльність центрального банку. Центральний банк є незалежним від уряду                        |
| Швейцарія       |                                                                                                                                               |

«Банк Японії щорічно затверджує Стратегічні пріоритети Банку Японії на період у три роки. Особливості документа полягають у тому, що щороку середньостроковий часовий горизонт зміщується на один рік (2010–2012, 2011–2013 тощо), тобто документ має перехідний трирічний горизонт. У ньому визначено базові принципи управління, окреслено основні проблемні питання економіки та наміри (заходи) банку для реалізації основних напрямів діяльності (грошово-кредитна політика, фінансова система, платіжна і розрахункова система, зв'язки з громадськістю тощо). Наводяться заходи банку у сфері організаційного менеджменту операцій банку, кадрових ресурсів, бюджету і витрат, контролю за виконанням. Додається таблиця статей витрат центрального банку на 2011 р. у порівнянні змін із 2010 р., що свідчить про високий рівень підзвітності діяльності Банку Японії перед суспільством щодо витрат на фінансування діяльності центрального банку. Важливою рисою документа є чіткість намірів банку, які узагальнено за напрямками діяльності» [9, с. 242–243].

У Законі України "Про Національний банк України" визначені порядок взаємовідносин НБУ з Президентом України, Верховною Радою України та Кабінетом Міністрів України. Так, зокрема

**Стаття 51. Підзвітність**

Національний банк підзвітний Президенту України та Верховній Раді України в межах їх конституційних повноважень.

*Підзвітність означає:*

- 1) призначення на посаду та звільнення з посади Голови Національного банку Верховною Радою України за поданням Президента України;
- 2) призначення та звільнення Президентом України половини складу Ради Національного банку;
- 3) призначення та звільнення Верховною Радою України половини складу Ради Національного банку;
- 4) доповідь Голови Національного банку Верховній Раді України про діяльність Національного банку;
- 5) надання Президенту України та Верховній Раді України двічі на рік інформації про стан грошово-кредитного ринку в державі.

Національний банк України щоквартально надає інформацію Президенту України, Кабінету Міністрів України та Комітету Верховної Ради України з питань фінансів і банківської діяльності щодо безготівкової емісії у відповідному періоді, а саме:

- проведення операцій з рефінансування банків;
- проведення інтервенцій на міжбанківському валютному ринку;
- проведення операцій на фондовому ринку.

{Статтю 51 доповнено частиною згідно із Законом № 1533-VI від 23.06.2009}

Національний банк України має право подавати Президенту України у встановленому порядку пропозиції щодо законодавчого врегулювання питань, спрямованих на виконання функцій Національного банку України.

{Статтю 51 доповнено частиною згідно із Законом № 3163-IV від 01.12.2005}

Національний банк щорічно подає Президенту України, Верховній Раді України та Кабінету Міністрів України:

- до 15 березня – прогностичні монетарні показники на наступний рік;
- до 1 квітня – інформацію про розрахунок частини прогнозованого прибутку до розподілу поточного року, яка підлягатиме перерахуванню до Державного бюджету України;
- до 1 вересня – інформацію про розрахунок частини прогнозованого прибутку до розподілу наступного року, яка підлягатиме перерахуванню до Державного бюджету України.

{Статтю 51 доповнено частиною п'ятою згідно із Законом № 3828-VI від 06.10.2011}

**Стаття 52.** Взаємовідносини з Кабінетом Міністрів України

Національний банк та Кабінет Міністрів України проводять взаємні консультації з питань грошово-кредитної політики, розробки і здійснення загальнодержавної програми економічного та соціального розвитку.

{Частина перша статті 52 в редакції Закону № 541-VIII від 18.06.2015}

Національний банк на запит Кабінету Міністрів України надає інформацію щодо монетарних процесів та грошово-кредитного ринку.

{Частина друга статті 52 із змінами, внесеними згідно із Законом № 2478-VI від 09.07.2010; в редакції Закону № 541-VIII від 18.06.2015}

Кабінет Міністрів України, міністерства та інші центральні органи виконавчої влади на запит Національного банку надають інформацію, що має вплив на стан платіжного балансу, на монетарні процеси, грошово-кредитний ринок, включаючи щомісячну інформацію про показники доходів, видатків і дефіциту державного та зведеного бюджетів, стан державного боргу та графік платежів за ним.

{Частина третя статті 52 в редакції Закону № 2478-VI від 09.07.2010}

Національний банк підтримує економічну політику Кабінету Міністрів України, якщо вона не суперечить забезпеченню стабільності грошової одиниці України.

Голова Національного банку або за його дорученням один із його заступників можуть брати участь у засіданнях Кабінету Міністрів України з правом дорадчого голосу.

{Частина п'ята статті 52 в редакції Закону № 541-VIII від 18.06.2015}

У засіданнях Правління Національного банку можуть брати участь члени Кабінету Міністрів України з правом дорадчого голосу.

{Частина шоста статті 52 в редакції Закону № 541-VIII від 18.06.2015}

Національний банк України має право подавати Кабінету Міністрів України у встановленому порядку пропозиції щодо законодавчого врегулювання питань, спрямованих на виконання функцій Національного банку України.

{Статтю 52 доповнено частиною сьомою згідно із Законом № 3163-IV від 01.12.2005}

**Стаття 53.** Гарантії невтручання

Не допускається втручання органів державної влади та інших державних органів чи їх посадових та службових осіб, будь-яких юридичних чи фізичних осіб у виконання функцій і повноважень Національного банку, Ради Національного банку, Правління Національного банку чи службовців Національного банку інакше, як в межах, визначених Конституцією України та цим Законом.

Національний банк подає звітність та надає інформацію органам державної влади та іншим державним органам у випадках, передбачених Конституцією України та цим Законом.

Законодавче регулювання питань, пов'язаних з виконанням Національним банком своїх функцій, установлюється або змінюється виключно цим Законом. Зміна положень цього Закону може здійснюватися виключно шляхом внесення змін до цього Закону.

{Частина третя статті 53 в редакції Закону № 541-VIII від 18.06.2015}

{Стаття 53 в редакції Закону № 2478-VI від 09.07.2010}

**Стаття 54.** Заборона надання кредитів державі

Національний банк не має права надавати кредити в національній та іноземній валюті, як прямо, так і опосередковано через державну установу, іншу юридичну особу, майно якої перебуває у державній власності, на фінансування витрат Державного бюджету України.

Національний банк не має права купувати на первинному ринку цінні папери, емітовані Кабінетом Міністрів України, державною установою, іншою юридичною особою, майно якої перебуває у державній власності.

{Стаття 54 в редакції Закону № 2478-VI від 09.07.2010}

На думку экс-голови Ради Національного банку України (2000-2005 рр) Гальчинського А.С., «самостійність центрального банку — золоте правило ринкової економіки, її непорушний принцип. Йдеться насамперед про фінансово-економічну самостійність: Національний банк не несе відповідальності за зобов'язання органів державної влади. Ці питання достійно коректно прописано в законі про НБУ. Але ми маємо розуміти й інші. Забезпечення стабільності грошової одиниці, а це відповідно до Конституції є основною функцією НБУ, не може бути реалізоване лише інструментами монетарної політики. Це загальноекономічна проблема, яка органічно кореспондує з питаннями фінансової стабілізації, проблемами зайнятості та економічного зростання. У положенні про Банк Англії, а це найавторитетніший банк світу, його основну мету визначено як двосудинне завдання: підтримка стабільності цін і забезпечення економічного зростання. У такий само спосіб визначено цільову функцію виконувача обов'язків центрального банку США Федеральної резервної системи: мінімізація безробіття, підтримка стабільності цін, забезпечення стабільності фінансової системи. Ці положення особливо значущі і для нас. Йдеться про принципово значуще — про розширювальне трактування основної функції НБУ, розуміння того, що забезпечення стабільності гривні передбачає реалізацію не відокремленої, а навпаки, функціонально скоординованої з урядом монетарної політики» [10].

На рівень незалежності Національного банку України акцентує увагу і Голова Ради Національного банку України, д.е.н., проф. Богдан Данилишин.

«Такий рівень незалежності, який має український центральний банк, притаманний дуже обмеженій кількості цивілізованих країн. Передусім це США, Німеччина та Швейцарія. Щодо США незалежність центрального банку (ФРС) зумовлена тим, що він не тільки регулює монетарні відносини в межах країни, а й фактично визначає ключові світові тенденції. Аналогічну функцію, але в регіональному масштабі, виконував центробанк ФРН. До

запровадження в обіг євро міжнаціональною грошовою одиницею в Європі виступала саме німецька марка, що зобов'язувало банк здійснювати політику з урахуванням загальноєвропейських інтересів, а тому він був максимально віддалений від уряду. Унікальність швейцарської моделі полягає в тому, що банківський бізнес у цій країні домінуючий, а центральний банк у системі виконує роль «уряду для банків» і тому відокремлений від «уряду для економіки». Проте навіть у зазначених країнах центральні банки не мають абсолютної свободи. ФРС підзвітна Конгресу США, а її голова регулярно звітує про стан справ, завдання та пріоритети монетарної політики. Голови німецького та швейцарського центробанків призначаються урядами цих країн, а цілі діяльності та пріоритетні напрями чітко виписано на законодавчому рівні. У більшості інших країн вплив на центробанк має той орган державної влади, який реалізовує і фінансову політику. Зокрема, в Австрії, Великобританії, Данії, Росії, Франції, Японії голови та члени правління банків або призначаються безпосередньо урядом, або затверджуються парламентом за поданням уряду. Крім того, в таких країнах як Франція, Італія та Росія голови центральних банків можуть бути звільнені достроково, хоча така практика і не є загальнопоширеною [11].

Як зазначає Голова Громадської ради при НБУ д.е.н. С.М. Аржевітін: «Ще однією недостатньо реалізованою на практиці є така законодавча норма: відповідно до ст. 14 Закону Національний банк інформує Верховну Раду про затверджені Радою НБУ Основні засади грошово-кредитної політики, надає президенту та парламенту України двічі на рік інформацію про стан грошово-кредитного ринку в державі. Будучи народним депутатом України двох скликань, я особисто був свідком формальності цього процесу. Тому саме Рада НБУ разом із профільним комітетом парламенту повинна стати ініціатором широкомасштабних комітетських, а за ключовими доленосними питаннями — і парламентських слухань за участі відповідних фахівців, науковців, практикуючих банкірів, банківських асоціацій, профільних громадських об'єднань» [6].

На необхідності належної підзвітності перед суспільством щодо виконання основних засад грошово-кредитної політики наголошує і к.е.н. А.Сомик. У своїх дослідженнях вона наводить приклади, що в документах центральних банків багатьох країн (Австралія, Польща, Молдова, Албанія, Японія тощо) є підрозділ («Підсумки виконання», «Процес прийняття рішень, інформування і прозорість монетарної політики», «Прозорість і підзвітність», «Комунікації щодо прийняття рішень з монетарної політики»), в якому міститься коротка інформація: щодо ролі комунікаційної політики в забезпеченні досягненні цілей центрального банку; процедури здійснення контролю за реалізацією монетарної політики; процедури внесення змін у монетарну політику, донесення цих змін і результатів виконання документа до громадськості; інструментів підзвітності та комунікаційної політики, які застосовуватиме центральний банк для інформування громадськості (прес-релізи, прес-конференції, протоколи зборів, інфляційний звіт, звіт щодо реалізації монетарної політики тощо) [9, с. 244].

Суттєво ускладнює ситуацію і недостатня взаємодія між Урядом і НБУ, і як результат відсутність національної стратегії економічного розвитку, спрямованої на забезпечення модернізації економіки на основі якісно нового типу індустріалізації, в якій би чітко було визначено обов'язки та відповідальність кожної з урядових структур. Це в свою чергу суттєво ускладнює розробку та ефективну реалізацію монетарної політики. Проте з боку НБУ також відсутні ініціативи щодо розробки і обговорення з усіма гілками влади ефективної стратегії монетарної політики до 2020 р., в якій би був даний правдивий діагноз поточних проблем, окреслені пропозиції щодо відновлення економічного зростання та сформувати відповідні стратегічні напрями монетарного розвитку.

*На дану проблему неодноразово звертав увагу і д.е.н., проф. Богдан Данилишин.*

*«Саме неузгодженість і суперечності між НБУ та Кабінетом міністрів у питаннях економічної політики стали однією з основних причин відсутності досі в Україні єдиної антикризової стратегії. Якщо в умовах економічного зростання конфлікт підходів не був*

надто шкідливим для економіки, то фінансово-економічна криза оголила цілий комплекс проблем відносин між урядом і НБУ. Сьогодні стало очевидним, що без вироблення та інституціалізації механізмів координації політики між цими двома органами швидке відновлення економіки буде істотно ускладнене».....

...«Навіть в умовах кризи та попри підписаний Меморандум про економічну та фінансову політику, Кабміну і НБУ не вдається визначити спільні пріоритети та напрямки діяльності. Законодавчо, за регулятором закріплена функція збереження стабільності національної валюти, проте що самекладається в це поняття, не деталізовано. Через це Національний банк, схоже, сам не може розібратися, що є пріоритетом його діяльності»...

...«На додачу до неадекватної монетарної політики, навколо Нацбанку регулярно спалахують скандали, пов'язані з непрозорим розподілом рефінансування, селективним продажем валюти за пільговим курсом, підозрами у причетності до валютних спекуляцій тощо. Складається враження, що працівники Національного банку останнім часом плутають поняття незалежності в питаннях монетарної політики та незалежності від будь-якої відповідальності за свої дії. Це дискредитує не лише регулятора як незалежну фінансову інституцію, а й банківську систему України загалом. Формуються стійкі ризики, які перешкоджають дієвості антикризових дій уряду, зумовлюють затягування кризових тенденцій в економіці України» [11].

На даній проблемі акцентує увагу і д.е.н. С.М. Аржевітін: «Дійсно, чи може хтось пригладати випадки покарань членів Ради або правління НБУ за невиконання Основних засад ГКП? А відповідати є за що. Зокрема, чого варті такі рішення без відповідної оцінки, коли, наприклад, Основними засадами на 2014 р. рівень інфляції оголошувався в межах 9 % (+2 %), а фактична інфляція становила 25 %; приріст грошової маси планувався на 28 %, а правління НБУ цей показник виконало лише на 8,5 в.п.? Аналогічно 2015-го: план по інфляції — 9 %, фактичний рівень — 43 %; план приросту грошової маси — 27 %, фактично він становив 0,8 %. Якщо до цих тенденцій додати проголошену на 2016 р. Національним банком (без відповідного рішення його Ради) політику «дорогих грошей», маємо остаточне розірвання зв'язків банків з реальною економікою, спричинення ще більшої платіжної кризи, поглиблення масового банкрутства підприємств і особливо слабо розвинутого малого та середнього бізнесу. Насправді йдеться не лише про невиконання ключових показників. Маємо трикратне знецінення національної валюти і в такій же пропорції — зубожіння українців. Також йдеться про позбавлення економіки грошових ресурсів, що поглиблює кризу. Очевидно, за такі прорахунки в монетарній політиці потрібно комусь нести відповідальність перед суспільством. Враховуючи, що члени Ради будуть отримувати грошову винагороду за свою роботу, а також затверджують порядок оплати праці голові НБУ і членів правління, очевидно, було б доцільно встановити прямий зв'язок між правильністю обрання та виконання ними Основних засад ГКП і матеріальною винагородою керівних органів НБУ» [6].

Наступна норма Закону: наявність ознак нестійкого фінансового стану банківської системи, а також обставин, що загрожують стабільності банківської та/або фінансової системи країни, підтверджуються відповідним рішенням Ради з фінансової стабільності. Чи долучалася до цього процесу громадськість? Відповідь — ні. Постає запитання, а хто забороняє нам ці обговорення? З'ясовується, що ніхто. Чи може це все належати до державної таємниці? З'ясовується, далеко не все. На погляд проф. С.М. Аржевітіна, до сьогодні не було повноважної ініціатора цього процесу, очевидно, це і має стати новим завданням Ради Національного банку, а його правління повинно це розцінювати не як втручання у власну діяльність, а як спробу разом долати існуючі негаразди в нашій банківській системі [6].

«Налагодження скоординованої співпраці уряду та НБУ з визначенням взаємних зобов'язань дало б змогу розблокувати низку потенційно потужних інструментів економічної політики держави, серед яких головними є: — планування коливань ліквідності; — пов'язаних зі здійсненням бюджетних витатків. Це дасть можливість різко звузити під-

грунтів для курсових спекуляцій, а також мінімізувати потребу в монетарних обмеженнях для підстрахування від раптових фіскальних «викидів» на грошовий ринок; — формування системи надання «довгих» кредитів під урядові гарантії із відповідними змінами регуляторних вимог НБУ. Спільними зусиллями уряду та Нацбанку мала б бути створена спеціалізована фінансово-кредитна установа для бюджетного та кредитного фінансування розвитку».....

.....Імовірні ризики, які супроводжують процес посилення впливу уряду на центральний банк, можна усунути завдяки запровадженню на законодавчому рівні низки рамкових умов такої співпраці, а також удосконалення механізмів контролю над діяльністю НБУ з боку ради НБУ. Досить поширеною практикою є обмеження цільових напрямків, щодо яких можливе дефіцитне бюджетне фінансування, а також встановлення жорсткого зв'язку між дефіцитом бюджету та капітальними видатками бюджету [11].

Враховуючи суперечності, які мали місце при узгодженні та затвердженні Основних засад грошово-кредитної політики на 2017 рік та з метою вдосконалення порядку формування Основних засад грошово-кредитної політики Рада Національного банку України **31.01.2017** затвердила **новий Порядок розроблення Основних засад грошово-кредитної політики та здійснення контролю за її проведенням** (див. Додаток 1).

Згідно з цим положенням Основні засади грошово-кредитної політики визначають показники діяльності Національного банку України у середньостроковій перспективі для досягнення цілей Національного банку. Основні засади грошово-кредитної політики є документом, у якому відображено стратегію грошово-кредитної (монетарної) політики Національного банку, у тому числі визначені пріоритетна ціль, завдання, особливості комунікації та реалізації грошово-кредитної політики на середньострокову перспективу (3–5 років), принципи застосування її інструментів і механізмів, ураховано особливості тенденцій на світових ринках, характер їх впливу на українську економіку, відповідну специфіку й напрями виконання Національним банком його функцій, макроекономічні індикатори та показники діяльності Національного банку, можливі супутні ризики і загальні підходи щодо їх нівелювання.

Основні засади грошово-кредитної політики є стратегічним документом, який розробляється щороку і має містити:

1) цілі, завдання та цільові орієнтири грошово-кредитної політики на наступний рік і середньостроковий період;

2) основні принципи діяльності Національного банку щодо: забезпечення реалізації визначених цілей і завдань грошово-кредитної політики, застосування її інструментів і механізмів; політики курсоутворення та валютного регулювання; забезпечення фінансової стабільності, застосування інструментів макропруденційної політики та нейтралізації системних ризиків;

3) стислий огляд стану та основних тенденцій розвитку економіки України, її фінансової та грошово-кредитної сфер;

4) очікувані зміни зовнішніх і внутрішніх економічних чинників і їх вплив на стан грошово-кредитного ринку;

5) основні прогностичні показники економічного розвитку, грошово-кредитної сфери на наступний рік і середньостроковий період;

6) окреслення основних ризиків і загроз щодо забезпечення цінової та фінансової стабільності, а також ефективного розвитку економіки.

Рада Національного банку може вносити зміни до Основних засад грошово-кредитної політики:

у разі виникнення непередбачуваних обставин, що унеможливають виконання Основних засад грошово-кредитної політики в середньостроковій перспективі, у тому числі за незалежних від Національного банку причин;

за результатами засідання Ради Національного банку з питання контролю за проведенням грошово-кредитної політики та її впливу на стан соціально-економічного розвитку України.

Проект Основних засад грошово-кредитної політики розробляється на підставі пропозицій, наданих Правлінням Національного банку.

Правління Національного банку щороку в термін до 31 липня надає Раді Національного банку пропозиції стосовно розроблення Основних засад грошово-кредитної політики, а також аналітичні, статистичні, прогнозні та інформаційні матеріали, зокрема: обґрунтування запропонованих цілей і завдань грошово-кредитної політики з прогнозними сценаріями монетарного та макроекономічного розвитку країни, які ґрунтуються, у тому числі на використанні методів економіко-математичного моделювання; реалізації грошово-кредитної та фінансової політики; економічного і соціального розвитку України; стану платіжного балансу та зовнішнього боргу України; розвитку грошово-кредитного ринку, механізмів та інструментів його регулювання; зобов'язань, умов та стану виконання програм із міжнародними фінансовими організаціями, які безпосередньо стосуються проведення грошово-кредитної політики.

Після отримання пропозицій від Правління Національного банку Рада Національного банку розробляє Основні засади грошово-кредитної політики. Члени Ради Національного банку організовують громадське обговорення пропозицій до Основних засад грошово-кредитної політики серед експертів. За результатами такого обговорення члени Ради Національного банку формують проект Основних засад грошово-кредитної політики.

Обговорення та узгодження проекту Основних засад грошово-кредитної політики відбуваються під час засідання Ради Національного банку. На засіданні Ради Національного банку для обговорення проекту Основних засад грошово-кредитної політики, як і рішення щодо контролю за проведенням грошово-кредитної політики та аналізу її впливу на стан соціально-економічного розвитку України мають бути присутні члени Ради Національного банку (у кількості не менше 6 її членів), представники Правління Національного банку та окремих підрозділів Національного банку та Секретаріату Ради Національного банку [12].

(Повний текст див. у Додатку 1)

Підсумовуючи зазначене, слід зазначити, що вдосконалення формування та реалізації основних засад грошово-кредитної політики держави в цілому не можливо здійснювати без реформування вищих органів центрального банку – Ради НБУ і Правління НБУ, підвищення їх відповідальності за результати їх діяльності. Але це можливо реалізувати лише за умови наявності у Ради та правління НБУ єдиного бачення грошово-кредитної і валютної політики, єдиної стратегії розвитку монетарної політики на довгострокову перспективу, **повністю інтегрованих з державною економічною стратегією**. Вважаємо, що Рада Національного банку повинна наповнити новим змістом відносини у трикутнику НБУ—КМУ—ВРУ, звісно, за підтримки президента України, який ще недавно сам був головою Ради НБУ, головою банківського комітету парламенту. Тільки спільно розроблена (КМУ—НБУ за участі професійних науковців різних галузей знань) програма економічних реформ є правильним шляхом до зміцнення фінансового сектору України, економічного зростання та забезпечення зайнятості населення. І тому, Рада НБУ повинна виступити з ініціативою про отримання від суспільства нового мандата для основної конституційної функції центрального банку країни — забезпечення економічного зростання, підтримки зайнятості населення та цінової стабільності.

## СПИСОК ЛІТЕРАТУРИ

1. Конституція України. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/254%D0%BA/96-%D0%B2%D1%80>
2. Про Національний банк України : Закон України від 20.05.1999 р. № 679-XIV [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/679-14>
3. Порядок розробки Основних засад грошово-кредитної політики та здійснення контролю за їх виконанням від 05.09.2012 № 21.
4. *Стельмах В.С.* Монетарна політика НБУ :сучасний стан та перспективи змін. – К.: УБС НБУ, 2009. – 404 с.
5. *Авраменко О.О.* Грошово-кредитна політика України в системі забезпечення економічної безпеки держави. Дис. на здоб. наук. ступеня к.е.н. – К., 2016. – [http://www.niss.gov.ua/-public/File/aspirantura/dis\\_Avramenko.pdf](http://www.niss.gov.ua/-public/File/aspirantura/dis_Avramenko.pdf)
6. *Аржевітін С.М.* Безумовні умови отримання нового мандата НБУ від суспільства / С. М. Аржевітін // Дзеркало тижня. — 2016. — № 27 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://gazeta.dt.ua/macrolevel/bezumovni-umovi-otrimannya-novogo-mandata-nbu-vid-suspilstva-.html>
7. *Поляков В.П., Москвина Л.А.* Структура и функции центральных банков: зарубежный опыт. – М.: ИНФРА-М., 1996. – 192 с.
8. *Аржевітін С.М.* Трансформація грошово-кредитних відносин у сучасній економіці України. – К.: Майстерня книги, 2010. – 384 с.
9. *Сомик А. В.* Головний документ грошово-кредитної політики: зарубіжний досвід і перспективи його використання в Україні / Анжеліка Сомик // Вісник Університету банківської справи Національного банку України. – 2011. – № 3 (12). – С. 241–245.
10. *Гальчинський А.* У провалах економічної політики левова частка провини НБУ //Дзеркало тижня.Україна. – № 11 – 2016. – <http://gazeta.dt.ua/macrolevel/anatoliy-galchinskiy-u-provalah-ekonomichnoyi-politiki-levova-chastka-provini-nbu-.html>
11. *Данилишин Б.* Уряд і Національний банк: у пошуках спільної стратегії // Дзеркало тижня.Україна. – № 45. – 2009. – [http://gazeta.dt.ua/ECONOMICS/uryad\\_i\\_natsionalniy\\_bank\\_u\\_-poshukah\\_spilnoyi\\_strategiyi.html](http://gazeta.dt.ua/ECONOMICS/uryad_i_natsionalniy_bank_u_-poshukah_spilnoyi_strategiyi.html)
12. Порядок розроблення Основних засад грошово-кредитної політики та здійснення контролю за її проведенням від 31.01.2017, № 2-рпд. –<http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/vr002500-17>

## Розділ 2

### ЕВОЛЮЦІЯ ОСНОВНИХ ЗАСАД ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ

#### 2.1. ОСОБЛИВОСТІ ФОРМУВАННЯ ТА РЕАЛІЗАЦІЇ ОСНОВНИХ ЗАСАД ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ ПРОТЯГОМ 1998–2013 РР.

Грошово-кредитна політика як складова економічної політики є важливою складовою механізму формування ринкової кон'юнктури. Адже зміна параметрів грошової маси та ситуації на грошовому ринку визначальним чином впливає на сукупний попит і визначає динаміку економічного зростання. Тому програма стабілізації національної грошової одиниці України є складовою загальної програми оздоровлення економіки в цілому.

Програмні документи із реформування монетарної сфери економіки України, що на сьогодні є чинними і визначають економічний розвиток країни, розроблені владними структурами, які не завжди взаємоузгоджені за цільовим характером, мають багато декларативних положень про перебудову економіки і здійснення реформ, не завжди адекватно враховують реальний стан і стратегічні інтереси українського суспільства. Тому й дієвість реформ, визначених цими документами, виявилась невисокою, про що свідчить сучасний стан економіки України. У зв'язку з цим надзвичайно важливим є дослідження еволюції Основних засад грошово-кредитної політики, які є основним та єдиним нормативним документом, що регламентує параметри грошово-кредитної політики в Україні.

Відповідно до Закону України «Про банки і банківську діяльність» від 20.03.1991 статті 12 Національний банк України повинен щорічно розробляти Основні напрями грошово-кредитної політики, реалізація яких спрямована на стримування рівня інфляції та забезпечення стабільності національної грошової одиниці [1]. У перші два роки своєї діяльності НБУ не розробляв даний документ. Лише починаючи з 1993 року НБУ на підставі програм діяльності уряду починає щорічно розробляти Основні напрями грошово-кредитної політики, в яких визначаються основні інструменти та механізми, за допомогою яких НБУ реалізація свої функції [2, с.18].

На початку 90-х років в Україні проводилася політика грошової експансії з метою недопущення остаточного розвалу економічної системи, результатом якої стало значне зростання грошової маси в обігу. Так протягом 1991-1993 рр. готівкова грошова маса зросла з 1,4 млн грн у 1991 р. до 128 млн грн у 1993 р., грошовий агрегат M2 за цей період виріс з 2,4 млн грн до 482 млн грн [3, с. 66–67]. З 1994 р. Національний банк України розпочинає рестрикційну монетарну політику, що веде до зниження темпів зростання грошової маси та зниження інфляції. Жорстка монетарна політика, що проводиться в Національним банком України, базується на фіксації курсу національної валюти та обмеженні державних витратів, стає ефективною для подавлення галопуючої інфляції, вирішення проблеми товарного дефіциту, формування економічного простору. Метою центрального банку стає обмеження факторів інфляції, що залежать від темпів зростання грошової маси в обігу.

Для впливу на динаміку грошової маси НБУ може визначати цільові орієнтири темпів зростання грошової маси в обігу і використовувати всі заходи монетарної політики для підтримки встановлених орієнтирів. Кількісні параметри зростання грошової маси в обігу розраховуються з урахуванням таких економічних факторів, як можливе структурне зростання цін, прогнозована зміна обсягів виробництва, зміна швидкості обігу грошей.

У 1999 році був прийнятий Закон України «Про Національний банк України» [4]. Відповідно до даного Закону в системі НБУ було створено окрему самостійну структуру Раду НБУ, функціональне призначення якої і полягає в визначенні та формуванні грошово-

кредитної політики. Зокрема, у статті 9 даного Закону були визначено такі повноваження Рад НБУ у сфері грошово-кредитної політики:

- розроблення Основних засад грошово-кредитної політики;
- здійснення контролю за виконанням Основних засад грошово-кредитної політики;
- надання рекомендацій Правлінню НБУ стосовно внесення змін у певні напрями діяльності НБУ з метою успішного виконання Основних засад грошово-кредитної політики;
- застосовування відкладального вето щодо окремих рішень Правління НБУ, виконання яких може суперечити Основним засадам грошово-кредитної політики;
- внесення рекомендацій Кабінету Міністрів України щодо поліпшення впливу на стан грошово-кредитної сфери через його податкову політику і політику державних запозичень [5].

Аналіз змісту Основних засад грошово-кредитної політики протягом 1998–2015 рр. дає можливість визначити позицію НБУ щодо цільової спрямованості грошово-кредитної політики, зміни монетарних режимів, використанні тих чи інших інструментів монетарного регулювання.

У преамбулі до Основних засад грошово-кредитної політики на 1998–2001 рр., зазначено, що розроблені НБУ Основні засади грошово-кредитної політики є «складовою частиною загально-економічної політики України. Вони зорієнтовані на реалізацію її основних цілей і завдань та спрямовані на забезпечення стабільності національної валюти, стабільності цін і підвищення ефективності функціонування банківської системи держави» [6–9].

В Основних засадах грошово-кредитної політики **на 1999 рік** акцентується увага на необхідності «поліпшення структури кредитної емісії. Зокрема, продуктивнішого її спрямування», «збільшення кредитної підтримки вітчизняний виробників», «стимулювання інвестиційної діяльності банків, насамперед збільшення обсягів довгострокового кредитування»....«захисту економічних інтересів суб'єктів грошово-кредитного ринку» [7, с. 7].

**В Основних засадах грошово-кредитної політики на 2001 рік** визначено, що «**пріоритетними напрямками мають стати різні форми фінансування економіки**», і далі зазначено, що «обсяги кредитування банківською системою суб'єктів господарювання мають зростати на 12–15 % в реальному вимірі» [9, с. 3]. Слід звернути увагу, що в цьому документі зазначено, що «з **метою забезпечення належних умов кредитування** комерційними банками суб'єктів підприємницької діяльності передбачається ....**розробка монетарних стимулів для банків, діяльність яких має інвестиційне спрямування**». І далі також зазначено, що передбачається «створення умов для **розвитку спеціалізованих банків**, зокрема банків для **іпотечного та житлового кредитування**» [9, с. 3].

На жаль, саме ці завдання, реалізація яких могла б створити реальне монетарне підґрунтя для активізації інвестиційної діяльності в економіці, виявилися не до кінця реалізованими.

Вперше про можливість переходу до режиму таргетування інфляції було зазначено в 2002 році. Так, зокрема, в Основних засадах грошово-кредитної політики на 2002 рік визначено, що «Національний банк поступово створюватиме умови, необхідні для переходу в перспективі до визначення інфляції пріоритетним цільовим орієнтиром грошово-кредитної політики, тобто до прямого таргетування інфляції; а також до політики, спрямованої на підтримання стабільності реального ефективного обмінного курсу, який враховуватиме динаміку співвідношення купівельної спроможності національної грошової одиниці з купівельною спроможністю валют основних торговельних партнерів» [10, с. 4].

Якщо уважно проаналізувати Основних засадах грошово-кредитної політики за певний період часу, то стає зрозумілим, що результативність грошово-кредитної політики в Україні залишається на низькому рівні, що проявляється в істотних відхиленнях фактичних параметрів монетарних показників від запланованих в Основних засадах грошово-кредитної політики.

Як зазначають автори підручника «Центральний банк та грошово-кредитна політика», виданого кафедрою банківської справи КНЕУ, «ефективність монетарної політики можна оцінювати за рівнем дотримання цільових індикаторів, установлених на стадії формування монетарної політики. Така оцінка може дати більш конкретне уявлення про той внесок, який

зробив механізм грошово-кредитного регулювання в динаміку макроекономічних змінних, що були стратегічними цілями монетарної політики» [5, с. 404].

Дані табл. 1 свідчать про істотні відхилення фактичних значень від цільових орієнтирів, які зазначені в Основних засадах грошово-кредитної політики на відповідний рік. «Це свідчить, з одного боку, про низький рівень прогнозування цільових орієнтирів, а з іншого — про низьку дієвість монетарних інструментів, що не дає змоги вивести монетарну динаміку на спрогнозований рівень. Навіть беручи до уваги наявність серйозних немонетарних чинників, ускладнюючих проведення монетарної політики, говорити в таких умовах про достатню ефективність монетарної політики немає підстав» [5, с. 404].

Таблиця 2.1

**ПРОГНОЗНІ ТА ФАКТИЧНІ ПОКАЗНИКИ МОНЕТАРНОЇ СФЕРИ\***

| Показник                            | 1998 | 1999 | 2000 | 2001  | 2002  | 2003  |
|-------------------------------------|------|------|------|-------|-------|-------|
| <b>Приріст грошової бази, %</b>     |      |      |      |       |       |       |
| Цільові орієнтири                   | 19,0 | 9,0  | 16,0 | 16-18 | 18-19 | 17-20 |
| Фактичне значення                   | 21,9 | 39,2 | 41,0 | 37,4  | 33,6  | 30,1  |
| <b>Приріст грошової маси, МЗ, %</b> |      |      |      |       |       |       |
| Цільові орієнтири                   | 24,4 | 10,0 | 19,7 | 18-20 | 23-24 | 22-27 |
| Фактичне значення                   | 25,0 | 40,5 | 45,3 | 42,0  | 41,8  | 30,1  |
| <b>Рівень інфляції, %</b>           |      |      |      |       |       |       |
| Цільові орієнтири                   | 12,0 | 19,0 | 18,5 | 15,4  | 12,3  | 6-7   |
| Фактичне значення                   | 20,0 | 19,2 | 26,6 | 6,1   | -0,6  | 8,2   |

\*Джерело [5, с. 404]

Дана ситуація є наслідком недостатнього врахування зміни попиту на гроші, а також чинників, які його визначають. Крім того, як зазначає проф. М.І. Савлук, в Україні сформувався, так званий, відновлювальний попит на гроші, який також необхідно враховувати при формуванні Основних засадах грошово-кредитної політики [11, с. 30]. Виникнення відновлювального попиту на гроші в Україні обумовлено тим, що гіперінфляційні процеси, які відбувалися протягом 1993–1994 років практично знищили всі заощадження населення та грошові ресурси суб'єктів господарювання, і призвели до критичної демонетизації економіки. Після проведення грошової реформи 1996 року і поступового відновлення довіри до національних грошей, економічні суб'єкти намагаються відновити втрачені запаси грошей. Відновлення докризового рівня монетизації економіки (в 1991 році коефіцієнт монетизації становили 80,2 %, у той час як в 1995 р. — 13,1 %; в 1997 р. — 13,4 %, в 1999 р. — 17,4 %) надзвичайно важливо як для розвитку реальної економіки, так і для забезпечення стійких темпів економічного зростання, і тому обов'язково повинно враховуватися при формуванні Основних засад грошово-кредитної політики. Але якщо проаналізувати Основні засади грошово-кредитної політики за відповідні роки, то можна зрозуміти, що фахівці НБУ не приділяли належної уваги проблемі недостатнього рівня монетизації економіки України.

І як вірно зазначають проф. М.І. Савлук і проф. М.Ф. Пуховкіна: «У своїй політиці регулювання пропозиції грошей центральний банк повинен урахувати не тільки потреби в грошах для зростання виробництва, а й для потреб ремонетизації економіки, які взагалі не враховані в класичних моделях передавального механізму. Якраз завдяки цьому пропозиція грошей в Україні після 1996 р. зростала значно швидше, ніж збільшувався обсяг ВВП. За період з 1996 р. до 2003 р. номінальний обсяг ВВП зріс у 2,7 разу, а грошова маса в обороті за агрегатом М1 (пропозиція грошей) зросла за цей період — у 6,4 разу. При такій великій асиметрії в динаміці пропозиції грошей і номінального обсягу ВВП рівень інфляції був досить помірний — у середньому 117 % на рік. Ці розбіжності спричинені, по-перше, істотним уповільненням швидкості обороту грошей (збільшенням попиту на гроші), по-друге, недостат-

ньою лібералізацією українського ринку, внаслідок чого ціни на деякі товари та послуги слабо реагують на зміну платоспроможного попиту на них» [5, с. 400].

Автори підручника «Центральний банк та грошово-кредитна політика» зазначають, що «таку ситуацію з прогнозуванням маси грошей можна пояснити явною недооцінкою фахівцями НБУ важливості ремонетизації економіки України як окремого монетарного завдання в сучасних умовах. Не випадково в Основних засадах грошово-кредитної політики на 2004 р. це завдання навіть не згадується. І взагалі у практиці розроблення цього базового документа з монетарного управління в Україні не приділяється належної уваги прогнозуванню попиту на гроші, зміні чинників, які визначають його динаміку. Зокрема, в Основних засадах на 2004 р. попит на гроші як чинник зміни маси грошей зовсім не аналізувався» [5, с. 420].

Починаючи з 2000 р. в економіці України спостерігалися стійкі ознаки економічного зростання. Монетарна політика НБУ у той період була спрямована на створення монетарних передумов для забезпечення та підтримування стабільних темпів розвитку економіки України. З цією метою НБУ запроваджував заходи, що були спрямовані як на подальшу стабілізацію грошового ринку, так і на розширення кредитних можливостей банків і здешевлення кредитних ресурсів для реального сектору економіки.

Основні засади грошово-кредитної політики на 2004 рік цікаві тим, що там було проголошено необхідність запровадження розширеного таргетування стабільності національної грошової одиниці.

**Так, в Основних засадах грошово-кредитної політики на 2004 рік** зазначено, що «Основною метою грошово-кредитної політики в 2004 р. є підтримання **стабільності гривні як монетарної передумови поступового переходу від екстенсивного економічного зростання до розвитку на інноваційно-інвестиційній основі і досягнення довгострокових соціальних, структурних та інституційних цілей**. Забезпечення виконання цього завдання зумовлює **необхідність розгорнутого таргетування стабільності грошової одиниці, яке передбачає постійний моніторинг динаміки цін на товари та послуги, обмінного курсу та процентних ставок**, їх співвідношення і в разі потреби вплив на них засобами грошово-кредитної політики. Одночасно створюватимуться умови для поступового переходу до таргетування інфляції. Проведення грошово-кредитної політики буде ґрунтуватись на використанні та модернізації діючих її принципів і механізмів, спрямованих на підтримання стабільності внутрішніх цін, динаміки реального ефективного курсу гривні та темпів зростання пропозиції грошей в економіку в межах, що забезпечуватимуть виконання основної мети. Для досягнення зазначеного Національний банк здійснюватиме регулювання грошово-кредитної сфери через валютний, кредитний та фондовий ринки із застосуванням відповідно до ситуації усіх наявних монетарних механізмів та інструментів» [13, 5]

**В Основних засадах грошово-кредитної політики на 2005 рік** зазначено, що «Грошово-кредитна політика в 2003 році забезпечила монетарну підтримку економічного зростання і структурних змін, спрямованих на поступове створення умов для переходу до стабільних темпів розвитку. Зростання ВВП становило 9,4 відс., найбільш динамічно розвивалися будівництво, обробна промисловість, торгівля і транспорт. Розвиток і структурні зміни в економіці країни ґрунтувалися на підвищенні як внутрішнього попиту, особливо інвестиційного, так і зовнішнього. Економічному зростанню сприяли активна кредитна підтримка банківської системи і відповідна грошова пропозиція Національного банку України. Монетарна база в минулому році (2003 р.) зросла на 30,1 відс., грошова маса – на 46,5 відсотка [14, с. 1].

«Грошово-кредитна політика в 2004 році здійснюється відповідно до розвитку загальної макроекономічної ситуації та спрямовується на забезпечення внутрішньої та зовнішньої стабільності національної валюти. За станом на 1 вересня 2004 року монетарна база зросла на 31,9 відс. до 52,9 млрд грн, грошова маса – на 27,8 відс. до 121,5 млрд грн. Триває процес зростання монетизації економіки, однак темпи його уповільнилися. У 2002 році рівень монетизації зріс на 28,6 відс., у 2003 – на 23,8 відсотка. За вісім місяців 2004 року монетизація економіки збільшилася лише на 8,2 відс., тоді як за такий же самий період минулого року – на 19,9 відсотка» [14, с. 2].

«Головною метою грошово-кредитної політики в 2005 році є забезпечення стабільності гривні як монетарної передумови і фактора економічного зростання на інвестиційно-інноваційній основі з урахуванням можливих коливань зовнішньої та внутрішньої кон'юнктури і змін в інституційному середовищі» [14, с. 5].

...«З урахуванням збільшення попиту на гроші в результаті зростання реального ВВП і тенденції підвищення рівня монетизації економіки забезпечення інфляційного орієнтира потребує зростання монетарної бази протягом року на 20–26 відс., грошової маси — на 28–33 відсотка. Національний банк України забезпечуватиме задоволення попиту на гроші за рахунок емісії, сприяючи зростанню грошового мультиплікатора, поліпшенню структури грошової маси. Середньорічне значення обмінного курсу гривні до долара США очікується на рівні 5,27–5,31 грн за дол. США» [14, с. 7].

**В Основних засадах грошово-кредитної політики на 2006 рік**, при дослідженні особливостей реалізації грошово-кредитної політики в 2004–2005 рр. зазначено, що «у 2004 році грошово-кредитна політика позитивно вплинула на збереження фінансової стабільності та підтримку економічного розвитку. Зростання ВВП становило 12,1 відсотка, грошова маса збільшилася на 32,4 відсотка, грошова база — на 34,1 відсотка, обсяги кредитування економіки — на 30,2 відсотка. Номінальний курс гривні до долара США укріпився на 0,5 відсотка, а девальвація реального ефективного курсу становила майже 2 відсотки. Разом з тим відбулось суттєве підвищення індексу споживчих цін (12,3 відсотка), яке обумовлене зростанням цін на продовольчі товари, паливе. Значний вплив на прискорення темпів інфляції спричинило підвищення споживчого попиту внаслідок зростання соціальних виплат населенню, що сформувало сильні інфляційні очікування, дія яких триває й у поточному році» [15, с. 1].

**В Основних засадах грошово-кредитної політики на 2007 рік**, зазначено, що «Економічна динаміка у 2006 р. характеризується тенденцією поступового нарощування темпів зростання. За сім місяців поточного року порівняно з відповідним періодом минулого року реальний ВВП зріс на 5,5 відсотка... Позитивною ознакою цього річного зростання є відновлення його інвестиційної складової — за перше півріччя поточного року порівняно з аналогічним періодом минулого року обсяги капітальних вкладень збільшилися на 12,2 відс. і становили 39 млрд гривень. Значну роль у зростанні інвестиційного попиту відіграли кредити банківської системи» [16, с. 1]. У той же час, «зрушення у бік переважно споживчої моделі розвитку, яке спостерігалось у 2005 р. в умовах зниження темпів економічного зростання, не давало змоги створити достатнє інвестиційне підґрунтя для стабільно висхідної макроекономічної динаміки. У першій половині 2006 р. ця тенденція змінилася — прискорення економічного розвитку було забезпечено саме нарощуванням інвестиційної складової, що є важливим позитивним чинником економічного зростання. Слід враховувати, що дестабілізуючі впливи можуть спричиняти інтенсивне проникнення іноземного капіталу в банківський сектор, подальше підвищення цін на газ та інші енергоносії, погіршення зовнішньої кон'юнктури [16, с. 5].

Найважливішими завданнями грошово-кредитної політики на 2007 р. визначено: «сприяння монетарними заходами утриманню інфляції на рівні близько 7,5 відсотка; забезпечення прогнозованої динаміки обмінного курсу гривні до основної курсоутворюючої валюти — долара США. Враховуючи, що динаміка обмінного курсу справляє значний вплив на інфляцію, значна увага приділятиметься недопущенню його суттєвих коливань до основної курсоутворюючої валюти — долара США;...сприяння відновленню інвестиційної спрямованості економічного розвитку за рахунок стимулювання збільшення обсягів довгострокового банківського кредитування та залучення вкладів юридичних і фізичних осіб на довгостроковій основі [16, с. 8–9].

**В Основних засадах грошово-кредитної політики на 2008 рік**, зазначено, що У 2006 році відбулося прискорення економічного розвитку, зростання виробництва підтримувалося значним підвищенням внутрішнього попиту та розширенням інвестиційної діяльності. Індекс споживчих цін становив 111,6 відсотка, що обумовлено підвищенням цін на газ, яке призвело до подорожчання більшості послуг... Монетарна база зросла на 17,5 відс., грошова маса — на

34,5 відс., що відповідало потребам економіки в платіжних засобах. Прискорене зростання депозитів в іноземній валюті призвело до підвищення на 14,3 відс. рівня доларизації [17, с. 1].

Таким чином, слід зазначити, що в Основних засадах грошово-кредитної політики на 2000–2007 рр. акцент був зроблений на необхідності створення монетарних передумов для економічного зростання. І відповідно, протягом 2000–2007 рр. підтримувався досить високий темп зростання грошової бази та грошової маси – щорічно близько 30–40 %, який значно перевищував темпи зростання ВВП. Найвищі темпи зростання грошової бази та грошової маси зафіксовані протягом 2005 та 2007 років [18, с. 186].

Таблиця 2.2

**ДИНАМІКА ЗРОСТАННЯ ВВП І ГРОШОВОЇ МАСИ\***

| Показник                                                                       | 2000 р. | 2001 р | 2002 р | 2003 р | 2004 р | 2005 р | 2006 р | 2007 р. |
|--------------------------------------------------------------------------------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| ВВП, до попереднього року, %                                                   | 105,9   | 109,1  | 105,2  | 109,6  | 112,1  | 102,7  | 107,1  | 107,3   |
| Грошова база, темпи зростання до попереднього року, %                          | 140     | 137    | 134    | 130    | 134    | 154    | 117    | 146     |
| Грошова маса, темпи зростання до попереднього року, %                          | 145     | 142    | 142    | 147    | 132    | 154    | 135    | 152     |
| Кредитні вкладення банків в економіку, темпи зростання до попереднього року, % | 162     | 145    | 148    | 161    | 131    | 162    | 171    | 174     |
| Швидкість обігу грошей                                                         | 6,26    | 5,24   | 4,08   | 3,34   | 3,13   | 2,76   | 2,36   | 2,16    |
| Індекс споживчих цін, %                                                        | 126     | 106    | 99     | 108    | 112    | 110    | 112    | 116,6   |

\*Джерело [18, с. 187]

Так, зокрема, зважаючи на необхідність створення умов для активізації інвестиційних процесів та урахування поступове зниження темпів інфляції, НБУ запроваджує більш м'яку монетарну політику. Зокрема, рівень облікової ставки був знижений з 50,0 % у 1999 році до 7 % у 2002 році; зменшені та диференційовані нормативи обов'язкового резервування з 17 % у 1999 р. до 2–12 % у 2002 році, відмінено резервування за довгостроковими депозитами фізичних і юридичних осіб. Ці та інші заходи дали можливість банкам певною мірою збільшити свій кредитний потенціал та активізувати діяльність щодо кредитування реального сектору. Темпи зростання кредитних вкладень в економіку почали суттєво зростати.

У той же час, слід зазначити, що перевищення темпів зростання пропозиції грошей відповідно до темпів зростання ВВП протягом 2000–2007 рр. не супроводжувалося істотним тиском на споживчий ринок і тому не викликало суттєвих інфляційних наслідків. Це було зумовлено як значною демонетизацією економіки протягом 1993–1995 рр., так і поступово зростаючим попитом на гроші, про що свідчить зниження швидкості обігу грошей з 6,91 у 1999 р. до 2,16 у 2007 р. Протягом 2001–2003 рр. вдалося досягти досить низького рівня інфляції, що супроводжувалося значним приростом ВВП [18, с. 187].

Але постає питання, наскільки ефективно впродовж 2000–2007 років була використана ця монетарна підтримка економіки: чи створила вона дієве підґрунтя для стабільного економічного зростання на основі технічної модернізації реального сектору економіки, чи була спрямована на вирішення поточних проблем? Тобто, головне питання полягає в тому, як був використаний додатково введений в економіку емісійний ресурс, на що був спрямований приріст пропозиції грошей, і відповідно приріст кредитних вкладень комерційних банків?

Слід зазначити, що незважаючи на те, що упродовж 2000–2007 років загальний обсяг наданих банками кредитів в економіку України зростав прискореними темпами (у середньому на 62 % за рік), обсяги та структура наданих кредитів не відповідали масштабам і реальним інвестиційним потребам економіки України в той передкризовий період.

Так, зокрема, на кінець 2000 року питома вага кредитів, що була надана банками України в поточну діяльність суб'єктів господарювання, становила 94,7 %, а в інвестиційну діяльність лише 5,7 %. У 2008 році ситуація дещо покращилася, але не суттєво, оскільки питома

вага кредитів, що була спрямована в поточну діяльність суб'єктів господарювання, становила 80,9 %, у той час як в інвестиційну діяльність лише 14,9 %, на будівництво та реконструкцію нерухомості – 4,1 % [19].

Недооцінка важливості та необхідності врахування інвестиційних потреб клієнтів реального сектору економіки призвело до того, що вітчизняні підприємства так і не отримали достатніх можливостей для залучення кредитних ресурсів за доступними процентними ставками для технічного переоснащення виробництва, оновлення основних фондів, імпорто-заміщення, нарощування випуску конкурентоспроможної продукції з високою доданою вартістю, що в подальшому і посилює кризові процеси як у реальному секторі економіки, так і в банківській сфері.

Аналіз Основних засадах грошово-кредитної політики свідчить про те, що НБУ до 2007 визначав основні завдання грошово-кредитної політики в кількісному вимірі. Зокрема це був приріст грошової бази та грошової маси, рівень інфляції та валютний курс. В Основних засадах грошово-кредитної політики на 1999–2001 рр. були розраховані прогностичні значення таких показників як швидкість обігу грошей і мультиплікатор. Так, зокрема, на 2000 рік було передбачено, що грошовий мультиплікатор буде становити 1,9, а швидкість обігу грошей – 6,22 [8, с. 3]; на 2001 рік прогностичні дані становили : грошовий мультиплікатор – 1,95, швидкість обігу грошей – 5,80–5,89 [9, с. 3]. Починаючи з 2008 року Основні засади грошово-кредитної політики мають більш описовий характер, кількість цільових орієнтирів зменшена.

Таблиця 2.3

#### ЦІЛЬОВІ ІНДИКАТОРИ, ВИЗНАЧЕНІ В ОСНОВНИХ ЗАСАДАХ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ\*

| Рік  | Монетарна база, темпи зростання до попереднього року, % | Грошова маса, темпи зростання до попереднього року, % | ІСЦ, грудень до грудня попереднього року, % | Обмінний курс гривні до долара США, середній за період (грн за дол. США) |
|------|---------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------|---------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------|
| 1998 | 119                                                     | 124                                                   | 112                                         | 1,8–2,25                                                                 |
| 1999 | 109                                                     | 110                                                   | 119                                         | —                                                                        |
| 2000 | 116                                                     | 119,7                                                 | 118,5                                       | —                                                                        |
| 2001 | 116–118                                                 | 118–120                                               | 115,4                                       | —                                                                        |
| 2002 | 111–113                                                 | 118–120                                               | 109,8                                       | 5,38                                                                     |
| 2003 | 117–120                                                 | 122–127                                               | 106–107                                     | 5,48                                                                     |
| 2004 | 126–132                                                 | 132–139                                               | 105,8–106,3                                 | 5,38–5,42                                                                |
| 2005 | 120–126                                                 | 128–133                                               | 106–107                                     | 5,27–5,31                                                                |
| 2006 | 122–127                                                 | 127–132                                               | 108,5–109,5                                 | 5,0–5,2                                                                  |
| 2007 | —                                                       | 128–133                                               | 107,5                                       | 4,95–5,25                                                                |
| 2008 | —                                                       | 135–140                                               | 115,9                                       | —                                                                        |
| 2009 | 106                                                     | 108                                                   | —                                           | —                                                                        |
| 2010 | 109–113                                                 | -                                                     | —                                           | —                                                                        |
| 2011 | —                                                       | -                                                     | —                                           | —                                                                        |
| 2012 | 112–116                                                 | -                                                     | 107,9                                       | —                                                                        |
| 2013 | 106–108                                                 | -                                                     | 104,8–106,1                                 | —                                                                        |
| 2014 | 128                                                     | -                                                     | 119                                         | —                                                                        |
| 2015 | 127                                                     | -                                                     | —                                           | —                                                                        |

Джерело: Основні засади грошово-кредитної політики за відповідний рік.

**В Основних засадах грошово-кредитної політики на 2009** підкреслюється, що головною метою грошово-кредитної політики Національного банку України у 2009 р. і надалі відповідно до Конституції України лишатиметься забезпечення стабільності національної грошової одиниці, що виступає основою досягнення збалансованого економічного розвитку,

підтримання рівня зайнятості та реальних доходів населення. Далі зазначено, що «У 2009 році макроекономічні умови проведення грошово-кредитної політики значно ускладнюються з огляду на ризики розгортання рецесійних процесів у реальному секторі, що зумовлюються як прогнозованим уповільненням світової економічної динаміки та зниженням внутрішнього попиту, так і ускладненим доступом до зовнішніх і внутрішніх джерел фінансування. Ураховуючи надзвичайне значення стабільності грошової одиниці для відновлення позитивних тенденцій в економічному розвитку основне завдання грошово-кредитної політики полягатиме в зниженні темпів інфляції та створенні фундаментальних засад для її стабілізації в подальшому на низькому рівні» [20]. В Основних засадах грошово-кредитної політики на 2009 рік зазначено, що «Головною метою грошово-кредитної політики Національного банку України у 2009 р. і надалі відповідно до Конституції України лишатиметься забезпечення стабільності національної грошової одиниці». Але при цьому виділяються вже внутрішні аспекти стабільності та зовнішні аспекти стабільності. **«Внутрішні аспекти стабільності** гривні розглядатимуться в контексті забезпечення цінової стабільності, головним критерієм якої слугуватиме динаміка індексу споживчих цін»... **«Зовнішні аспекти стабільності** національної грошової одиниці розглядатимуться не лише з точки зору утримання обмінного курсу гривні в певних межах, а й з урахуванням необхідності забезпечення таких умов і параметрів функціонування валютного сегменту ринку, які не мають негативного впливу на інвестиційні рішення та очікування економічних агентів, дають змогу мінімізувати вплив зовнішніх шоків фінансового характеру. Такі критерії можуть бути забезпечені через використання **режиму керованого плавання обмінного курсу** (з переходом у перспективі до **режиму вільного плавання обмінного курсу**)» [20, с. 2–3]. Також зазначено, що «Національний банк України концентруватиме зусилля на створенні спільно з Урядом макроекономічних, фінансових та інституційних умов для переходу до **монетарного режиму, що ґрунтується на ціновій стабільності**» [20, с. 3].

**В Основних засадах грошово-кредитної політики на 2010 рік** зазначено, що з «урахуванням причин і наслідків кризових проявів 2008–2009 рр. та, виходячи із прогнозів макроекономічного розвитку, що передбачають зростання реального ВВП на 3 %, для забезпечення стабільності національної валюти, зниження темпів інфляції у 2010 році ключове значення матиме забезпечення стійкості фінансової системи, що розглядатиметься як пріоритет грошово-кредитної політики» [21, с. 5].

«У період зберігання напруги в економіці та вирішення завдань подолання наслідків фінансової кризи вагомою лишатиметься роль кількісних показників обсягу грошової пропозиції. Виважене регулювання обсягу монетарної бази дозволить Національному банку, з одного боку, вчасно реагувати на монетарні ризики посилення інфляційного та девальваційного тиску, а з іншого – сприяти в межах компетенції стабільності фінансової системи через забезпечення на ринку необхідного обсягу ліквідності. Такі підходи відповідають засадам стабілізаційної програми «Стенд-бай», яка підтримується Міжнародним валютним фондом. Передбачені нею монетарні критерії ефективності за монетарною базою та чистими міжнародними резервами використовуватимуться як проміжні орієнтири грошово-кредитної політики» [21, с. 6].

....«Монетарні індикатори розвитку грошово-кредитної сфери у 2010 р., визначені відповідно до основних прогнозних макроекономічних показників на 2010 рік, передбачають темпи зростання монетарної бази на рівні 9–13 %» [21, с. 7].

**Основні засади грошово-кредитної політики на 2011 рік** не були опубліковані, оскільки Рада НБУ не здійснювала засідань і проект документа не набув офіційного статусу [22].

**В Основних засадах грошово-кредитної політики на 2012 рік** зазначено, що «Головною метою грошово-кредитної політики у 2012 році та середньостроковій перспективі з урахуванням положень Конституції України залишатиметься забезпечення стабільності грошової одиниці України. Виконуючи свою основну функцію, Національний банк України виконуватиме з пріоритетності досягнення та підтримки цінової стабільності в державі, критерієм якої розглядатиметься поступове зниження приросту індексу споживчих цін до 5–6 % у 2014 році з подальшим його утриманням у межах 3–5 %» [23, с. 1].

У даному документі також було зазначено, що, «у межах повноважень та відповідальності Національного банку України одним з головних акцентів у грошово-кредитній політиці у 2012 році буде подальше сприяння відновленню **інвестиційного зростання**, яке є неможливим без активної участі банків у кредитуванні капітальних вкладень суб'єктів господарювання, що потребує вжиття заходів у напрямі концентрації банківського капіталу, у тому числі шляхом прийняття відповідних законодавчих рішень. Стимулювання процесів кредитування реального сектору економіки відбуватиметься також за рахунок стимулювання заощаджувальної активності населення, виважених заходів щодо управління поточним рівнем ліквідності, створення інструментів, які дадуть змогу трансформувати кошти в іноземній валюті, залучені банками, у 10 довгострокові ресурси в національній валюті, а також здійснення спільних з Урядом дій стосовно підвищення надійності інвестиційних проектів, посилення гарантій та зниження ризиків кредитування» [23, с. 10].

**В Основних засадах грошово-кредитної політики на 2013 рік** визначено, що «Головною метою грошово-кредитної політики з урахуванням положень Конституції України є забезпечення стабільності грошової одиниці України. Стабільна грошова одиниця розглядається як одна з базових цінностей суспільства, однією з головних гарантій захисту приватних економічних інтересів кожного громадянина та необхідна умова досягнення стратегічних цілей економічного розвитку України – забезпечення високих темпів економічного зростання на засадах модернізації та інноваційного розвитку, побудова сучасної, стійкої, відкритої і конкурентоспроможної у світовому масштабі економіки та забезпечення на цій основі **підвищення добробуту населення** нашої держави...» [24, с. 1].

.. «Відповідно до Закону України «Про Національний банк України» під час виконання своєї основної функції Національний банк має виходити із пріоритетності досягнення та підтримки цінової стабільності в державі. Головним критерієм успішності проведення грошово-кредитної політики є підтримання у середньостроковій перспективі (від 3 до 5 років) низьких стабільних темпів інфляції, що вимірюються індексом споживчих цін. Річний показник приросту індексу споживчих цін у 2013–2014 роках має стабілізуватися в діапазоні 4–6 %, а починаючи з 2015 року – утримуватися в межах 3–5 %» [24, с. 1].

«Події останньої світової економічної та фінансової кризи довели, що цінова стабільність є необхідною, але недостатньою умовою досягнення стратегічних цілей економічного розвитку. З огляду на це та відповідно до законодавства України грошово-кредитна політика також спрямовуватиметься на сприяння стабільності банківської системи (як ключової умови забезпечення фінансової стабільності в державі) та підтримку економічної політики Кабінету Міністрів України, спрямованої на економічне зростання. Національний банк у межах своїх можливостей сприятиме зростанню обсягів кредитування реального сектору економіки» [24, с. 2].

В Основних засадах грошово-кредитної політики на **2013 рік** визначені Основні принципи проведення та завдання грошово-кредитної політики в середньостроковому періоді. Зазначено, що Реалізація грошово-кредитної політики в 2013 та подальших роках здійснюватиметься на засадах використання основних елементів монетарного режиму, що базується на ціновій стабільності. Це передбачає дотримання таких основних принципів:

- безумовної пріоритетності цілі щодо цінової стабільності та підпорядкування їй усіх інших цілей і завдань грошово-кредитної політики. Відповідно до законодавства як критерій оцінки досягнення головної цілі грошово-кредитної політики використовуватиметься показник індексу споживчих цін у річному вимірі;
- орієнтації на середньострокову перспективу. Допускається певне тимчасове відхилення показників приросту індексу споживчих цін у річному вимірі від установлених цільових орієнтирів, якщо такі відхилення не несуть загрози для цінової стабільності в середньостроковій перспективі;
- «відсутності зобов'язань Національного банку щодо утримання на певному рівні або в певних межах обмінного курсу гривні до іноземних **6 валют**. Офіційний курс гривні до долара США встановлюватиметься на підставі її котирувань на міжбанківському ринку, сприяючи формуванню в суспільстві об'єктивної оцінки валютних ризиків» [24, с. 6].

Світова фінансова криза 2008–2009 рр. загострила всі проблеми, які не вирішувалися і поступово накопичувалися в попередні роки як у банківському, так і в реальному секторі економіки, та призвела до суттєвого скорочення інвестиційної діяльності в Україні.

Згідно із дослідженням проф. М.І. Савлука, «починаючи з кризи 2008–2009 рр. НБУ розпочав гальмувати зростання пропозиції грошей: у 2008 р. МЗ збільшено лише на 30 % проти 50 % у 2007 р., а в 2009 р. МЗ навіть зменшено проти 2008 р. І це притому, що фінансова криза – це насамперед криза платоспроможності в економіці. Не випадково центробанки багатьох країн, охоплених цією кризою, переходили до політики «кількісного пом'якшення», а НБУ йшов у зворотному напрямку. Які наслідки такої політики? .... Що стосується інфляції як головної мети монетарної політики НБУ, то йому вдалося її помітно знизити у 2009 р. (на 45 %). Стабілізувався обмінний курс (на новому низькому рівні), помітно знизилася облікова ставка НБУ. Проте позитивного впливу на економіку цими успіхами НБУ не досяг: реальний обсяг ВВП у 2009 р. зменшився майже на 15 %, рефінансування комерційних банків істотно уповільнилося, відповідно комерційні банки загальмували кредитування своїх клієнтів: підприємствам торгівлі та фізичним особам обсяги кредитів зменшились, а підприємствам базових галузей реального сектору залишилися майже на попередньому рівні» [25, с. 52].

«Після деякого збільшення пропозиції грошей у 2010 р. НБУ в наступні роки продовжував стримувати нарощування грошової бази і грошової маси, що супроводжувалось згортанням кредитування реального сектору економіки й уповільненням зростання реального ВВП. Збільшення грошової бази у 2011, 2012 і 2014 рр. було не набагато кращим, ніж у кризовому 2009 р. Відповідно і зростання МЗ було повільним, а в 2013 і 2014 рр. воно було меншим, ніж зростання бази. Подібна ситуація мала місце в кризові 2008, 2009 рр., що мало стати тривожним сигналом для НБУ і банків. Адже це свідчило про вкрай незадовільний стан кредитної діяльності банків і втрату ними здатності продукувати власні кредитні ресурси через механізм грошово-кредитного мультиплікатора, що здорожує банківські ресурси й ускладнює доступ до них господарюючих суб'єктів та населення» [25, с. 52].

І якщо протягом 2011–2012 рр. мало місце поживлення інвестиційних процесів (обсяг капітальних інвестицій зріс з 180,6 млрд грн у 2010 р. до 273,3 млрд грн у 2012 р.), то починаючи з 2013 р., внаслідок загострення соціально-економічної та політичної ситуації знову відбулося чергове скорочення обсягу капітальних вкладень до 219,4 млрд грн на кінець 2014 р. [26].

«Макрофінансові та макроекономічні показники у 2007–2012 роках свідчать про те, що світова криза суттєво вплинула на національне господарство України, яка опинилась серед найбільш постраждалих держав за рівнем економічного спаду. Макроекономічна ситуація характеризується надзвичайно високими темпами падіння ВВП і промислового виробництва, інфляційні процеси є непередбачуваними і швидко поширюються, низький рівень інвестицій, спостерігається зростання рівня державного боргу» [27, с. 35].

Таблиця 2.4

**ДИНАМІКА ПОКАЗНИВ ЕКОНОМІЧНОГО СТАНУ УКРАЇНИ У 2007–2013 РОКАХ \***

| Показник                                                     | 2007   | 2008   | 2009   | 2010   | 2011   | 2012   | 2013   |
|--------------------------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Темпи зростання ВВП, у % до попереднього року                | 107,9  | 102,3  | 85,2   | 104,1  | 105,4  | 100,2  | 100,0  |
| Темпи зростання грошової маси (МЗ), у % до попереднього року | 151,7  | 130,2  | 94,5   | 122,7  | 114,7  | 112,8  | 117,6  |
| Інвестиції в основний капітал, у % до попереднього року      | 129,8  | 97,4   | 58,5   | 99,4   | 122,4  | 108,5  | 88,9   |
| Коефіцієнт монетизації економіки за агрегатом МЗ, %          | 55,0   | 54,4   | 53,4   | 55,2   | 52,7   | 55,0   | 62,7   |
| Облікова ставка НБУ (середньозважена річна, %)               | 10,14  | 15,30  | 16,74  | 11,62  | 12,39  | 8,13   | 7,15   |
| Курс гривні до дол. США, грн                                 | 505,00 | 526,71 | 779,73 | 793,56 | 796,76 | 799,10 | 799,30 |
| Рівень безробіття, %                                         | 6,9    | 6,9    | 9,6    | 8,8    | 8,8    | 8,7    | 7,7    |
| Темпи зростання споживчих цін, %                             | 116,60 | 122,31 | 112,30 | 109,11 | 104,62 | 99,80  | 100,5  |

Джерело: складено за даними Державної служби статистики України [26] та НБУ [28].

«Починаючи з другого півріччя 2008 р. і до кінця 2013 р. цінова кон'юнктура мала дезінфляційний характер. У період кризи 2008–2009 рр. падіння реального ВВП супроводжувалося істотним зниженням темпів інфляції, а знецінення гривні з 5,05 до 7,99 грн/дол. не мало принципового впливу на цінову динаміку. У 2010–2011 рр. відновлення виробництва сприяло відносній стабілізації темпів інфляції у межах 10 %, однак у 2012–2013 рр. економіка знов увійшла у фазу рецесії, а інфляція досягнула свого «дна»: з **травня 2012 до жовтня 2013 р. річний плинний рівень інфляції коливався у межах від «мінус» 1,2 % до 0 %**, тобто мала місце **дефляція**. Суттєвий вплив на забезпечення низького темпу інфляції протягом 2010–2013 рр. мало підтримання стабільного курсу гривні, залучення коштів на депозити та купівлю іноземної валюти, а також насичення продовольчого ринку (внаслідок зростання виробництва у сільському господарстві) на тлі зниження світових цін на продовольство» [29, с. 16].

З метою посилення впливу НБУ на перебіг процесів у реальному секторі економіки необхідно, щоб в монетарній політиці НБУ був передбачений комплекс заходів, які були б спрямовані як на зниження вартості кредитних ресурсів в економіці та їх доступності, але й забезпечували структурне коригування грошових потоків в економіці, створювали б умови для переважного спрямування грошових потоків на інноваційно-інвестиційні потреби реальної економіки, стимулювали б банки сконцентрувати свою діяльність саме на кредитуванні інвестиційних проєктів у пріоритетних галузях економіки.

### СПИСОК ЛІТЕРАТУРИ

1. Про банки і банківську діяльність : Закон України від 20.03.1991 р. № 872-XII.
2. Гребенюк Н. Інструменти регулювання грошово-кредитного ринку // Вістник НБУ. – 1996. – №5. – С. 18.
3. Бюлетень Національного банку України. – 2000. – № 1.
4. Про Національний банк України : Закон України від 20.05.1999 р. № 679-XIV [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/679-14>
5. Центральний банк та грошово-кредитна політика: Підручник / Кол. авт.: А. М. Мороз, М. Ф. Пуховкіна, М. І. Савлук та ін.; За ред. д-ра екон. наук, проф. А. М. Мороза і канд. екон. наук, доц. М. Ф. Пуховкіної. — К.: КНЕУ, 2005. — 556 с.
6. Основні напрями грошово-кредитної політики на 1998 рік // Вістник НБУ. – 1998. – № 3. – С. 6–9.
7. Основні засади грошово-кредитної політики на 1999 рік // Вістник НБУ. – 1999. – № 5. – С. 3–9.
8. Основні засади грошово-кредитної політики на 2000 рік // Вістник НБУ. – 2000. – № 6. – С. 3–4.
9. Основні засади грошово-кредитної політики на 2001 рік // Вістник НБУ. – 2000. – №11. – С. 2–4.
10. Основні засади грошово-кредитної політики на 2002 рік. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat\\_id=60522](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=60522)
11. Фінансово-монетарні важелі економічного розвитку: Том 2 Механізми грошового та кредитного ринків і їх вплив на розвиток економіки України / За ред. чл.-кор. НАН України А.І. Даниленка. – К.: Фенікс, 2008. – 442 с.
12. Основні засади грошово-кредитної політики на 2003 рік. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat\\_id=60522](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=60522)
13. Основні засади грошово-кредитної політики на 2004 рік. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat\\_id=60522](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=60522)
14. Основні засади грошово-кредитної політики на 2005 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat\\_id=60522](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=60522).
15. Основні засади грошово-кредитної політики на 2006 рік. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat\\_id=60522](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=60522)
16. Основні засади грошово-кредитної політики на 2007 рік. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat\\_id=60522](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=60522)
17. Основні засади грошово-кредитної політики на 2008 рік. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat\\_id=60522](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=60522)

18. *Аржєвітін С.М.* Трансформація грошово-кредитних відносин у сучасній економіці України. – К.: Майстернія книги, 2010. – 384 с.
19. Бюлетень НБУ. – 2009. – № 3.
20. Основні засади грошово-кредитної політики на 2009 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat\\_id=60522](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=60522).
21. Основні засади грошово-кредитної політики на 2010 рік. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat\\_id=60522](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=60522)
22. *Сомик А.* Еволюція Основних засад грошово-кредитної політики в аспекті визначення монетарного та валютного режимів / Вісник Української академії банківської справи. – № 1(34). – 2013.
23. Основні засади грошово-кредитної політики на 2012 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat\\_id=60522](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=60522)
24. Основні засади грошово-кредитної політики на 2013 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat\\_id=60522](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=60522)
25. *Савлук М. І.* Трансформація функціональних завдань НБУ в умовах системної розбалансованості економіки України // Політика НБУ щодо подолання фінансово-економічної кризи і формування монетарних передумов розвитку економіки. – К.: ДВНЗ «Універстет банківської справи», 2016. – 319 с.
26. Державна служба статистики України [Електронний ресурс] – Режим доступу до ресурсу: <http://www.ukrstat.gov.ua/>.
27. *Циганов С.А., Табакова Т.В.* Фіскальна та монетарна політики – складові забезпечення макрофінансової стабільності національної економіки // Вісник Національного банку України. – 2014. – №5. – С. 34–39.
28. Офіційний сайт НБУ [Електронний ресурс] – Режим доступу до ресурсу: <https://bank.gov.ua/control/uk/index>
29. Стратегія розвитку банківської системи 2016–2020: синергія розвитку банків та індустріалізації економіки./ Комітет Верховної Ради України з питань фінансової політики і банківської діяльності. Експертна робоча група з підготовки та розвитку проекту. – К., 2016.

---

## 2.2. ГРОШОВО-КРЕДИТНА ПОЛІТИКА НБУ В УМОВАХ СТАГФЛЯЦІЙНОЇ КРИЗИ

---

Грошово-кредитна політика Центрального банку у ринковій економіці – важливий інструмент державного регулювання. Її метою традиційно вважається підтримання внутрішньої і зовнішньої купівельної спроможності грошової одиниці (стабільності цін і валютного курсу). Разом з тим грошово-кредитна політика повинна сприяти сталому зростанню економіки і зайнятості. Це означає, що стабільність цін, яка є найважливішою умовою поступового економічного розвитку, не повинна розглядатися як задача, що вирішується за будь-яку ціну. Більшість країн, особливо в кризових умовах стагфляції, не вдаються до крайностей і доктринальної жорсткості, прагнуть мінімізувати можливі негативні наслідки в практиці макроекономічного регулювання.

**В Основних засадах грошово-кредитної політики на 2014 рік** визначено, що «Пріоритетною метою грошово-кредитної політики відповідно до законодавства України є досягнення та підтримка **цінкової стабільності в державі**. Головним критерієм успішності проведення грошово-кредитної політики розглядається підтримання в **середньостроковій перспективі (від 3 до 5 років) низьких стабільних темпів інфляції, що вимірюються індексом споживчих цін.....**».

«...у 2014 році зусилля Національного банку спрямовуватимуться на сприяння утриманню приросту індексу споживчих цін у межах, що не перевищують 19 % (у розрахунку грудень порівняно із груднем попереднього року). У середньостроковій перспективі Національний банк прагнучиме досягти та утримувати показник індексу споживчих цін у межах 3–5 % на рік.» [1, с. 1].

«...Стратегія грошово-кредитної політики в середньостроковій перспективі передбачати-  
ме застосування **режиму інфляційного таргетування, повне запровадження** якого має від-  
бутися в **другій половині 2015 року**.

До повного запровадження інфляційного таргетування як основний операційний монета-  
рний орієнтир розглядатиметься динаміка показника монетарної бази» [1, с. 7].

Слід зазначити, що на початку 2014 року напружена соціально-політична ситуація, упові-  
лення економічної активності та девальвація гривні сприяли скороченню дефіциту поточ-  
ного рахунку платіжного балансу до 0,3 млрд дол. США у січні-лютому 2014 року порівняно  
з 1,6 млрд дол. США у відповідному періоді минулого року. Крім того, економічна та полі-  
тична нестабільність у країні призвела до відплив капіталу за фінансовим рахунком платіж-  
ного балансу, дефіцит якого у січні-лютому становив 3,7 млрд дол. США., що в свою чергу  
призвело до зниження міжнародних резервів у січні-березні 2014 року на 5,3 млрд дол. США  
– до 15,1 млрд дол. США [1, с. 4].

Враховуючи суттєвий дефіцит поточного рахунку платіжного балансу (16,5 млрд дол.),  
зниження валютних резервів і потужного девальваційного тиску на гривню, НБУ **07.02.2014 р.**  
заявив **про відмову утримувати фіксований валютний курс**.

У «Стратегії розвитку банківської системи 2016–2020: синергія розвитку банків та ін-  
дустріалізації економіки», підготовленою Комітетом Верховної Ради України з питань фін-  
ансової політики і банківської діяльності та Експертної робочої групи з підготовки та  
розвитку проекту, підкреслюється, що:

«Для економіки України, яка є малою відкритою економікою (*small open economy*), що  
розвивається за сировинною моделлю (експорт сировини і товарів з низькою доданою вар-  
тістю – імпорт споживчих товарів), якорем для стабільності цін є стабільність валют-  
ного курсу. Тому офіційні заяви керівництва НБУ, а також його дії, які ігнорували цю фун-  
даментальну залежність, призвели до глибокої валютної кризи і галопуючої інфляції. Це  
було зазначено і в рішенні Ради НБУ про невиконання Основних засад грошово-кредитної  
політики на 2014 рік» [2, с. 19].

Оцінюючи діяльність Правління НБУ в 2014 році, Рада Національного банку України ви-  
значила, що «суттєвими чинниками погіршення ситуації у грошово-кредитній сфері були та-  
кож недостатньо послідовні і неефективні дії Правління Національного банку України. **Ос-  
новні засади грошово-кредитної політики на 2014 рік не було виконано, здійснення  
грошово-кредитної політики не відповідало меті забезпечення стабільності національ-  
ної грошової одиниці та пріоритету збереження цінкової стабільності**» [3, с. 4].

Рада Національного банку України також визнала, що «відмова від практики утримання  
валютного курсу у фіксованих межах, які були якорем стабільності цін і передбачали домі-  
нуючу роль валютного каналу емісії, не була доповнена системними діями Національного  
банку щодо переходу до іншого якоря стабільності за рахунок оптимізації використання ін-  
ших каналів та інструментів регулювання ліквідності, а також виваженими заходами валют-  
ної політики. Це порушило монетарне підґрунтя для забезпечення стійкої динаміки валютно-  
го курсу і безпечних темпів інфляції. Відсутність зрозумілих, прозорих та системних дій у  
сфері валютної політики підірвали довіру до Національного банку. Його дії в частині адміні-  
стративних заходів і валютних інтервенцій виявилися непослідовними і мало результатив-  
ними. Минулого року (2014 року) обмінний курс гривні до долара США на міжбанківському  
ринку знизився на 93,5 % – до 15,77 грн/дол. США. Обсяг міжнародних резервів скоротився  
з 20,4 до 7,5 млрд дол. або на 63,1 %. Рівень споживчої інфляції склав 24,9 %, суттєво пере-  
вищивши орієнтир, передбачений Основними засадами грошово-кредитної політики (19 %).  
Темпи базової інфляції протягом року прискорились з 0,1 % до 22,8 %, ціни виробників зро-  
сли на 31,8 %, що у сукупності відображає вплив девальвації національної валюти. Таким  
чином, економіка у 2014 році увійшла у фазу стагнації, коли скорочення виробництва та зай-  
нятості відбувається в умовах зростання цін. Різне знецінення гривні на тлі макроекономіч-

ної дестабілізації, а також неефективне здійснення монетарної і комунікаційної політики, відсутність системних заходів Національного банку України із забезпечення фінансової стабільності сформували зростаючі девальваційні очікування і спровокували зниження довіри до банківської системи, що призвело до значного скорочення обсягу депозитів. Вкладення у національній валюті скоротилися на 56,5 млрд грн (на 13,4 %), в іноземній – на 11,4 млрд дол. США (на 36,9 %). Протягом року 33 банки було визнано неплатоспроможними, стосовно багатьох з них прийнято рішення про ліквідацію. Значне збільшення відрахувань до резервів за активними операціями, спричинене девальвацією гривні, призвело до рекордних збитків банківського сектору (53 млрд грн). Залишки за кредитами у національній валюті протягом року скоротилися на 53,8 млрд грн (на 9,0 %), в іноземній – на 8,6 млрд дол. (на 22,2 %)» [3, с. 5].

На недоцільності зміни політики курсоутворення в Україні в 2014 році акцентують увагу і автори монографії «Теорія і практика грошового обігу та банківської справи в умовах глобальної фінансової нестабільності», що видана кафедрою банківської справи Тернопільського економічного університету за ред.

*«Значна девальвація гривні в 2014 році була обумовлена в основному через перехід до механізму вільного курсоутворення, адже маючи зобов'язання перед МВФ центральний банк країни не зміг відстояти недоцільність зміни політики курсоутворення в Україні, яка знаходилась в умовах кризи. Слід підкреслити, що знецінення гривні в значній мірі знаходиться на відповідальності НБУ, адже саме він в 2013–2014 рр. не лише почав здійснювати адресні інтервенції за пільговим курсом, а й значно спростив доступ до кредитів рефінансування, які надавались в значних обсягах у цей період, кошти від яких спрямовувались на валютний ринок (вкінець 2013 р. – 39,1 млрд дол., січень 2014 р. – 45,1 млрд дол.). Лише у лютому 2015 року курс національної валюти до долара США знизився на 71,8 %. У цей період внаслідок непередбачених дій НБУ, який намагався наслідки своєї політики перенести на плечі населення, суб'єктів господарювання та банки, були встановлені жорсткі обмежувальні заходи щодо купівлі-продажу іноземної валюти – обов'язків продаж валютної виручки, добові ліміти на продаж іноземної валюти громадянам та на її отримання через каси банків тощо. Така ситуація зумовила значний вплив вкладень з банківських установ (лише в 2014 році відтік валютних депозитів з банків склав 2,4 млрд грн), «втечу» інвестиційного капіталу за межі країни (за даними Державної служби статистики України 13 млрд дол.), значне скорочення ліквідності банків та значну втрату довіри до банківської системи» [4, с. 73].*

Враховуючи суттєвий відтік депозитів (у січні–березні 2014 року обсяг депозитів населення в національній валюті зменшився на 32,3 млрд грн, в іноземній – на 3,1 млрд дол. США.), а також складний стан банків внаслідок суттєвої девальвації гривні НБУ починає суттєво збільшувати обсяги рефінансування, а також спростив умови отримання цих кредитів. Причому у першій половині 2014 р. Національний банк емітував відносно «довгі» гроші, які могли бути використані для компенсації відпливу депозитів.

«Однак, наприкінці 2014 року характер рефінансування змінився на протилежний – у структурі рефінансування банків почали домінувати надкороткострокові операції овернайт, які не могли виконувати функцію компенсації відтоку депозитів, а стимулювали спекулятивний попит на валютному ринку. Невиважена процентна політика НБУ призвела до того, що у листопаді 2014 р. обсяг кредитів овернайт порівняно з жовтнем зріс більш ніж у 5 разів – до 23,3 млрд грн, а їхня частка у загальному обсязі рефінансування зросла до 86 %. У грудні обсяги кредитів овернайт ще більше зросли (до 32,2 млрд грн), відтак загальний річний обсяг склав 95,2 млрд грн (43 % від загального обсягу рефінансування). Саме у цей час (після парламентських виборів) мало місце значне посилення девальваційних процесів, курс «чорного» ринку значно відхилився від офіційного, відображаючи реальну ситуацію на валютному ринку» [2, с. 24].

Протягом 2014 року шляхом рефінансування в обіг було випущено 222,3 млрд грн, обсяг повернення банками раніше наданих кредитів становив 189,4 млрд грн. Як наслідок, забор-

гованість банків перед Національним банком за кредитами рефінансування за рік зросла на 32,8 млрд грн – до 108,9 млрд грн. З точки зору окремих інструментів рефінансування найбільший обсяг операцій було здійснено через канал овернайт (95,2 млрд грн) [3, с. 6].

Перехід від режиму фіксованого курсу до плаваючого передбачає більш активне використання інструментів процентної політики з метою формування оптимального рівня ліквідності в банківській системі та стабілізації економічної ситуації в країні.

«В умовах фіксованого курсу валютний канал є основним каналом емісії або абсорбції коштів з економіки, а процентні ставки мають підпорядковане значення. При відмові від фіксованого курсу основним емісійним каналом стають операції рефінансування і мобілізації коштів, що передбачає реформу операційної системи монетарної політики, в якій процентна політика стає найважливішим елементом регулювання, спрямованим на оптимальний рівень ліквідності в банківській системі. Це мало стати запорукою валютної стабільності в умовах ринкового курсоутворення – режиму гнучкого курсу. На жаль, такої реформи Національним банком не проведено і до сьогодні. Управління ліквідністю відбувається без орієнтирів на її оптимальний рівень. Таке управління на фоні надмірних валютних обмежень, що призвели до блокування притоку валюти в країну, колапсу офіційного валютного ринку (порівняно з 2013 р. він згузився в середньому у 4–5 разів) і виникнення чорних ринків, мало своїм результатом глибоку валютну кризу»... [2, с. 20].

....«Відмова від режиму фіксованого курсу у лютому 2014 р. призвела до посилення впливу процентних ставок на економіку. Але внаслідок відсутності необхідної реформи монетарної політики цей вплив став деструктивним та призвів до загострення девальвації, валютної кризи і колапсу кредитування реального сектору» [2, с. 21].

Перманентний кризовий стан в економіці України, який розпочався в 2008 році і суттєво поглибився в 2014–2015 роках, об'єктивно вимагав підтримки реального сектору за рахунок збільшення обсягів кредитування за доступними відсотковими ставками. Але політика монетарного обмеження (у 2014 році грошова маса (М3) зросла лише на 5,3 %, а в 2015 році відповідно на 3,4 %), навпаки, спровокувала суттєве скорочення обсягів кредитування, що і призвело до найбільшого спаду промислового виробництва та ВВП за останні 20 років.

З метою зменшення девальваційного та інфляційного тиску Національний банк України у 2014 році тричі збільшує розмір облікової ставки. Так, з 15.04.2014 року облікова ставка була підвищена з 6,5 % до 9,5 % річних, з 17.07.2014 року до 12,5 % річних, з 13.11.2014 року до 14,0 % річних. Відповідно були збільшені і процентні ставки за інструментами рефінансування постійної дії. Процентна ставка за забезпеченими кредитами рефінансування овернайт зросла з 7,5 % до 17,5 % річних. Середньозважена процентна ставка за тендерними кредитами та операціями репо зросли з 6,50 % і 6,52 % річних у грудні 2013 року до 19,08 % і 19,16 % річних у грудні 2014 року [5, с. 66–67].

В рамках підготовки переходу до впровадження режиму інфляційного таргетування та з метою не допустити подальшого розгортання інфляційних процесів в умовах фінансово-економічної кризи НБУ в 2015 році приймає рішення про застосування ще більш жорсткої монетарної політики і підвищує облікову ставку з 14,0 % до 19,5 % річних з 6 лютого 2015 року, і здійснює відповідне коригування інших ставок рефінансування. Наступне суттєве підвищення облікової ставки відбулось практично через місяць – з 04.03.2015 року облікова ставка була підвищена до 30,0 % річних. І лише з 28.08. 2015 року НБУ знижує облікову ставку до 27,0 %, а потім з 25.09.2015 року до 22 % річних.

Загальновідомо, що економіка розвивається лише при умові доступності кредитних ресурсів для суб'єктів реального сектору. Але коли ціна кредитних ресурсів коливається в межах 20–30 % річних, а рентабельність підприємств реального сектору значно нижча, то стає очевидним, що банки як фінансові посередники грошового ринку не спроможні виконувати свої функції щодо ефективного перерозподілу грошових коштів і задовольняти потреби своїх клієнтів у кредитних ресурсах.

Підвищення ставок рефінансування в Україні відбувалось одночасно з зростанням обсягів мобілізаційних операцій НБУ. Так, одним з основних інструментів процентної політики НБУ, який активно використовувався в 2014–2015 роках, стала процентна ставка за депозитними сертифікатами.

В Основних засадах грошово-кредитної політики на **2015 рік зазначено**, що за підсумками 2014 року «обсяг мобілізаційних операцій за депозитними сертифікатами Національного банку для абсорбції надлишкової ліквідності банківської системи становив 1472,7 млрд грн (практично дорівнює річному ВВП), що більш ніж у п'ятеро перевищує обороти попереднього року (270,4 млрд грн) та у 88 разів – обсяг 2012 року (16,7 млрд грн). Річні процентні витрати Національного банку за депозитними сертифікатами сягнули 698,3 млн грн (161,5 млн грн у 2013 році). Безпрецедентні обсяги мобілізаційних операцій поряд зі значними оборотами рефінансування свідчать про непослідовність дій з монетарного регулювання, перебирання Національним банком на себе функцій міжбанківського ринку та штучне викривлення ринкового механізму перерозподілу ліквідності. Фрагментація міжбанківського ринку з одночасним існуванням в банківській системі структурного профіциту і дефіциту ліквідності свідчить також про недостатньо ефективні дії в сфері банківського регулювання» [3, с. 6–7].

«У результаті усіх зазначених операцій приріст монетарної бази у 2014 році становив 8,5 %, що утричі менше, ніж передбачалося Основними засадами (до 28 %). Такий низький темп приросту монетарної бази був спричинений абсорбцією гривневих ресурсів через валютний канал та активним використанням мобілізаційних операцій через депозитні сертифікати Національного банку. Разом з тим, відбувалась емісія значних обсягів коштів через канали рефінансування і купівлі ОВДП, що створювало девальваційний тиск і посилювало інфляційні ризики на середньострокову перспективу» [3, с. 6–7].

В Основних засадах грошово-кредитної політики на **2015 рік зазначено**, що «Головною метою грошово-кредитної політики є забезпечення стабільності грошової одиниці України. Для її реалізації Національний банк має виходити із пріоритетності досягнення та підтримки цінової стабільності в державі. Це передбачає збереження купівельної спроможності національної валюти шляхом підтримання у середньостроковій перспективі (від 3 до 5 років) низьких, стабільних темпів інфляції, забезпечення цінової передбачуваності у здійсненні довгострокового планування та прийняття управлінських рішень щодо економічного та соціального розвитку. Завданням грошово-кредитної політики у середньостроковій перспективі є зниження темпів інфляції до 5 % на рік із допустимим відхиленням  $\pm 1$  процентний пункт.

Чинний урядовий прогноз на 2015 рік (постанова Кабінету Міністрів України від 27.08.2014 р. № 404 у редакції постанови від 14.02.2015 р. № 76) містить три сценарії розвитку ситуації, відповідно до яких приріст індексу споживчих цін (у розрахунку грудень до грудня попереднього року) може скласти відповідно 26,7 %, 38,1 % і 42,8 %. Очевидно, що жодне з наведених значень не може бути використане у якості цілі грошово-кредитної політики, оскільки навіть найнижче з них суперечить поняттю цінової стабільності.

За таких умов, основним завданням грошово-кредитної політики на 2015 рік є максимально можливе зниження темпів інфляції у річному вимірі з метою зламу висхідного тренду в її динаміці та створення підґрунтя для досягнення середньострокової цілі. Як операційні орієнтири грошово-кредитної політики розглядатимуться кількісні критерії ефективності та індикативні цільові показники програми співпраці з МВФ за чистими міжнародними резервами, чистими внутрішніми активами та монетарною базою.

Цілями Національного банку також є сприяння стабільності банківської системи і підтримка економічного зростання, якщо це не перешкоджає забезпеченню цінової стабільності» [3, с. 3].

«Якщо ж проаналізувати рівень інфляції в Україні та показник знецінення національної валюти, стає очевидним не лише недотримання цілі діяльності українського регулятора, а й здійснення ряду заходів, які й спричинили власне таку ситуацію. Аналізуючи зарубіжний досвід, слід відмітити, що, до прикладу, в США на 2016 рік передбачені наступні основні

цілі грошово-кредитної політики - сприяння підтримки максимальної зайнятості, стабільності цін та помірних довгострокових процентних ставок. У Канаді – сприяння сталого створення робочих місць і підвищенню рівня життя населення через збереження вартості грошей за рахунок низької, стабільної і передбачуваної інфляції; в ЄС – підтримка цінової стабільності та збереження темпів інфляції до 2 % у середньостроковій перспективі. Отже цінова стабільність виступає основною ціллю центральних банків провідних країн світу, що, водночас, не може бути прийнятним в Україні в силу нестійкості економічного розвитку держави. Звичайно, якщо в країні стійка політично-економічна ситуація то центральний банк цілком може підтримувати цінову стабільність та тим самим стимулювати активність господарюючих суб'єктів. Таким чином у кризових умовах підтримка цінової стабільності є не настільки актуальним та ефективним параметром, адже в такій період набагато важливіше стримати рівень безробіття та стимулювати економічний розвиток. Зазвичай це досягається проведенням експансійної грошово-кредитної політики з метою підвищення кількості грошей в обігу та втриманні процентних ставок. Однак, основною проблемою центрального банку України є те, що він не має змоги в повній мірі впливати на задекларовані ним стратегічні цілі наявними інструментами грошово-кредитної політики. Це зумовлено і тим, що інфляція в Україні має здебільшого немонетарний характер, а відтак НБУ не в значній мірі може сприяти ціновій стабілізації. Таким чином, доцільним виступає перегляд стратегічних цілей монетарної політики на ті, які можуть бути досягнуті центробанком України» [4, с. 66].

В Основних засадах грошово-кредитної політики на 2015 рік підкреслено, що «**Ключова особливість поточного року**, яка повинна визначати тактику грошово-кредитної політики, полягає в тому, що **економіка увійшла в стан стагфляційної макроекономічної динаміки**, тобто процеси зниження виробництва ВВП поєднуються із значним зростанням цін. Це потребує, з одного боку, заходів щодо зниження інфляції, з іншого, – підтримки економічного зростання. Для подолання кризи і забезпечення цінової стабільності Національному банку необхідно проводити стратегічно і тактично виважену монетарну політику (що є підґрунтям стійкої курсової динаміки і зниження інфляції) з поступовим переходом до інфляційного таргетування» [3].

#### **Заступник Голови Національного банку Дмитро Сологуб:**

«Монетарна політика Національного банку України зазнала кардинальних змін протягом 2015 року. По-перше, у відповідь на стрімку девальвацію національної валюти та відповідне прискорення споживчої інфляції в першому кварталі Національний банк зробив монетарні умови достатньо жорсткими. Зокрема, у лютому-березні було вдвічі підвищено облікову ставку – з 14,5 % до 30 % річних. Це стало однією з важливих передумов формування відносно сталого дезінфляційного тренду, який, у свою чергу, дав Національному банку можливість розпочати в серпні послаблення монетарної політики. У результаті ми поступово знизили облікову ставку з 30 % до 22 % річних. По-друге, у 2015 році Національний банк активізував підготовку для переходу до режиму інфляційного таргетування, за якого монетарна політика спрямована на забезпечення цінової стабільності. У серпні Правління Національного банку ухвалило проект Стратегії монетарної політики на наступні чотири роки, який має схвалити Рада Національного банку України. Цей документ передбачає траєкторію досягнення того рівня інфляції, який ми вважаємо оптимальним для України, а саме 5 %. Цільовий показник інфляції становитиме 12 % у 2016 році, 8 % – у 2017-му, 6 % – у 2018-му, 5 % – до кінця 2019 року. У рамках підготовки до нового режиму насамперед було створено інституційні передумови для його функціонування. Національний банк отримав інституційну незалежність та законодавчий мандат щодо пріоритету цінової стабільності. Було покладено край домінуванню фіскальної політики над монетарною. Також налагоджено роботу Комітету з монетарної політики, прийняття Правлінням рішень з монетарної політики згідно з оголошеним графіком, щоквартальну публікацію Інфляційного

звіту і системні комунікації з монетарної політики. Водночас ми привели інструменти, механізми та процедури у відповідність до стандартів режиму інфляційного таргетування. На валютному ринку ми зберегли гнучке курсоутворення, запровадивши валютні аукціони для згладжування надмірних коливань курсу. Таким чином, саме у 2015 році проведено ґрунтовну роботу, яка дала змогу Національному банку України розпочати перехід до інфляційного таргетування вже у 2016 році і наблизити інфляцію в Україні до цільового рівня» [6, с. 41].

Неврахування особливостей стагфляційної кризи в Україні призвело до впровадження Національним банком України в 2014–2015 роках заходів, які не лише не призвели до розв'язання першочергових проблем, а навпаки, сприяли загостренню та поглибленню кризових явищ, як у реальному секторі економіки, так і в банківській системі.

Жорсткі та недостатньо обґрунтовані дії НБУ призвели до скорочення ліквідності банківської системи, зростання відсоткових ставок, і в результаті суттєвого скорочення банківського кредитування реального сектору економіки. «Прагнучи знизити інфляцію Національний банк України постійно недооцінює цільовий рівень приросту грошової маси, занижуючи його величину в півтора-два рази стосовно реального попиту на гроші. Ця системна помилка тягне недомонетизацію української економіки, що призводить до штучного стримування інвестиційної активності та уповільнення економічного зростання України» [7].

Нераціональна процентна політика у контексті ставок рефінансування призвела до експансії кредитів овернайт у період максимального загострення девальваційних процесів і перетворення цих коштів на ресурс для спекулятивних операцій на валютному ринку. З іншого боку, надмірно високі ставки за пасивними операціями центрального банку сприяли перетворенню депозитних сертифікатів на високоприбутковий і надійний актив для вкладення банками коштів, що призвело до значного звуження міжбанківського кредитного ринку, блокування мотивації банків до кредитування та грошового «голоду» у реальному секторі економіки.

Рада НБУ, оцінюючи ситуацію на грошовому ринку та діяльність НБУ визначає, що «з початку 2015 року активність мобілізаційних операцій продовжувала зростати. Максимальний обсяг депозитних сертифікатів, по які банк може звертатися до Національного банку було збільшено з 70 % до 100 % від визначеного згідно з установленими нормативами розміру обов'язкових резервів за попередній період утримання. Зростання зацікавленості банків у розміщенні коштів на депозитах у Національному банку було спровоковане різким підвищенням ставок за такими операціями. За підсумками I кварталу загальний обсяг цих операцій становив 663,5 млрд грн, з них операцій овернайт – 577,8 млрд грн, а ставка за ними з початку року зросла з 7,5 % до 20 %. Ставка за депозитними сертифікатами строком на місяць у березні сягнула 27 %. Таке безпрецедентне підвищення обсягів та прибутковості пасивних операцій Національного банку розкручує спіраль структурного профіциту ліквідності у банківській системі з одночасною нестачею фінансових ресурсів у реальному секторі економіки внаслідок зниження мотивації банків до кредитування. **Це не тільки є витратним для держави, але й призводить до непродуктивної емісії (тобто емісії, що не використовується в реальному секторі)** і подальшого зростання структурного профіциту ліквідності внаслідок значних процентних виплат на користь банків. Процентні витрати за депозитними сертифікатами Національного банку тільки за перший квартал 2015 року вже перевищили ці витрати за минулий рік і склали 830,6 млн грн. **Таким чином, встановлення надвисоких процентних ставок за депозитними сертифікатами Національного банку порушує принцип ефективності процентної політики**, згідно з яким ставки за мобілізаційними операціями постійного доступу повинні бути найнижчими на грошовому ринку. Таким чином, зазначене свідчить, що **поряд з несприятливими макроекономічними факторами мають місце суттєві недоліки грошово-кредитної політики, які перешкоджають відновленню цінової стабільності і потребують якнайшвидшого подолання**» [3, с. 8].

У розділі 3 Основних завдань грошово-кредитної політики на 2015 рік було зазначено, що «Виходячи з пріоритетної мети забезпечення цінової стабільності в середньостроковій перспективі та враховуючи особливості стану економіки, основним завданням грошово-

кредитної політики на 2015 рік є зменшення темпів інфляції до рівня, який сприятиме відновленню довіри суспільства до національної валюти та зниженню інфляційних очікувань. Як операційні орієнтири грошово-кредитної політики розглядатимуться кількісні критерії ефективності та індикативні цільові показники програми співпраці з МВФ за чистими міжнародними резервами, чистими внутрішніми активами та монетарною базою. Верхня межа приросту монетарної бази на 2015 рік встановлена на рівні 90,8 млрд грн **або 27 %**» [3].

Також було зазначено, що виконання визначених завдань передбачає:

**«недопущення порушення мотивації банків до кредитування реального сектору економіки внаслідок високоприбутковості операцій за депозитними сертифікатами Національного банку.** Розроблення і запровадження заходів монетарної політики, орієнтованих на спрямування структурного профіциту банківської ліквідності для використання реальним сектором економіки» [3, с. 12]. Але, на жаль, і це завдання не було реалізоване, що і обумовило згорання кредитних програм банків, кризи кредитування в реальному секторі економіки.

**Д.є.н., проф. Унковська Т.Є:**

*«Вже третій рік поспіль продовжуються надвитратні для держави та руйнівні для міжбанківського ринку і грошово-кредитного ринку загалом ігри НБУ з депозитними сертифікатами за завищеними відсотковими ставками. Тобто НБУ, кажучи мовою цього регулятора, продовжує «успішно» конкурувати за ресурси з реальним сектором, «пилососити» гроші з економіки та виплачувати банкам — учасникам цих операцій високі проценти за рахунок емісії. Процес розгортається за висхідним трендом: у 2015 р. за такими непродуктивним для економіки оборотами пройшло 2849,2 млрд грн (відсоткові витрати НБУ — більш як 8 млрд грн); у 2016 р. — 2946,9 млрд грн (відсоткові витрати НБУ — близько 9 млрд грн). Такі величезні непродуктивні витрати державних грошей є неприпустимими в умовах війни, колапсу кредитування реального сектору та жорсткої економічної кризи. У січні цього року (2017) тенденція підсилася: щоденне залучення коштів на депозитні сертифікати НБУ сягало 30 млрд грн, зокрема 5 січня — 30,3 млрд (19,9 млрд грн ДС повернуть за ставкою 12 % і 10,4 млрд — на 14 днів за ставкою 14 %). Зрозуміло, що це не можна пояснити ніякою макроекономічною теорією (ані ліберальною, ані кейнсіанською), подібної світової практики використання таких високих ставок за мобілізаційними операціями в умовах колапсу кредитування економіки також не існує» [8].*

Але в річному звіті НБУ за 2015 рік зазначено, що «розвиток подій на грошово-кредитному ринку сприяв тому, що кількісний критерій ефективності щодо чистих внутрішніх активів та індикативна ціль з монетарної бази на кінець 2015 року, встановлені відповідно до програми EFF, **були виконані із значним запасом**» [6, с. 51]. (Дійсно, за підсумками року приріст монетарної бази становив 0,8 %, (прогнозована верхня межа приросту 27,0 %), а грошова маса збільшилася за рік лише на 3,4 %.)

Досвід України неодноразово підтверджував, що впровадження жорсткої монетарної політики, яка спрямована на скорочення зростання пропозиції грошей і подорожчання кредитних ресурсів, не лише зменшує платоспроможний попит, веде до спаду виробництва, але й зберігає високий рівень інфляції та високі інфляційні очікування. В Україні подолати інфляцію жорсткою монетарною політикою неможливо, оскільки інфляція формується не на монетарній основі. В такому випадку підвищення процентних ставок і стиснення пропозиції грошей дає лише негативний ефект, оскільки обмежуються кредитні можливості комерційних банків, що і призводить до стагнаційних процесів у реальній економіці. Це свідчить про те, що має місце відома в теорії грошей колізія, яка не завжди враховується в практиці монетарної політики: для досягнення антиінфляційного ефекту в умовах інфляції попиту необхідно зменшувати пропозицію грошей, а в умовах інфляції витрат грошей повинно бути достатньо, для того що забезпечити технічне оновлення основних фондів з метою підвищення ефективності та обсягів виробництва. На думку проф. А. Гальчинського, «НБУ не знає як розв'язати цю дилему. Весь сенс антиінфляційної політики зводиться до одностороннього

стиснення пропозиції грошей, що в умовах кризи не допустимо. На 2015 рік було встановлено стелю збільшення грошової бази на 27 %, а фактично, згідно з даними НБУ, вона зростала на лише на 0,8 %. Темпи зростання грошової маси торік були майже втричі менші за номінальне зростання ВВП. У підсумку замість монетарного стимулювання економічної санації наявний протилежний ефект – консервації кризових процесів» [9]. Так, зокрема, у 2014 році обсяг ВВП зменшився на 6,6 %, а рівень інфляції становив 24,9 %. У 2015 році ситуація погіршилася – обсяг ВВП зменшився на 9,9 %, а рівень інфляції зріс до 43,3 % [10].

Окремою вадою монетарного регулювання є недостатній контроль за використанням банками коштів, отриманих від Національного банку у вигляді рефінансування. Протягом 2014–2015 рр. значні обсяги ресурсів було надано банкам, котрі у подальшому визнавалися неплатоспроможними та виводились з ринку. Внаслідок цього істотна частка коштів була втрачена: станом на кінець 2015 р. заборгованість неплатоспроможних банків перед НБУ становила 51,1 млрд. грн. або понад 48 % від загального обсягу рефінансування.

Усі зазначені фактори, разом з радикальними заходами у сфері банківського нагляду (ліквідація більш ніж третини українських банків) та відверто провокативною комунікаційною політикою НБУ, призвели до втрати довіри суспільства до національної валюти, банківської системи та центрального банку зокрема.

За період розгортання кризи та очевидних помилок Правління НБУ у здійсненні монетарної політики Рада НБУ неодноразово приймала рішення з метою виправлення ситуації. Так, у рішенні від 17.12.2014 р. №30 «Про стан виконання Основних засад ГКП на 2014 р.» було зазначено, що більшість визначених Основними засадами завдань не виконано. Засуджені помилки Правління НБУ і в протоколі №1 засідання Ради НБУ від 26.02.2015 р., з винесенням рішення про не виконання Основних засад ГКП на 2014 р. Рішенням від 23.04.2015 р., яке стосувалося уже 1 кварталу 2015 р., зазначено, що проведення ГКП у січні–березні 2015 р. не повною мірою відповідала положенням Основних засад ГКП. Такі кардинальні рішення Ради НБУ повинні були привести до серйозних наслідків та суттєвих змін у реалізації монетарної політики, проте конструктивної реакції Правління НБУ не відбулося, більшість рекомендацій не було виконано, а незначні повноваження Ради НБУ та законодавча заборона щодо втручання в операційну діяльність Правління не дозволили вплинути на ситуацію [11].

«...Слід зазначити що в більшості країн світу перевагу надають саме інфляційному таргетуванню, що було обрано й в Україні. Проте на наш погляд доцільнішим було б обрання валютного таргетування в силу того, що економіка України є надто залежною від експортно-імпортних операцій та від курсу іноземної валюти. І хоча НБУ уже давно не впливає на інфляцію, він водночас перестав і впливати на валютний курс. Крім того, нестабільність валютного курсу та значна девальвація гривні ставлять в критичні умови як банківську систему країни так і її економіку. Таким чином НБУ доцільно було збільшити свої операції на міжбанківському валютному ринку з метою зниження спекулятивних операцій комерційними банками, що значною мірою впливає на курс національної валюти. Крім того, слід було посилити відповідальність за цільове використання ними кредитів рефінансування, які використовувалися банками для купівлі іноземної валюти та знову ж таки сприяло девальвації гривні. Отже, перехід до гнучкого курсоутворення було передчасним та не до кінця продуманим рішенням, що спричинило значні негативні наслідки для економіки України» [4, с. 67].

Дану думку підтримує і проф. Унковська Т.Є., яка зазначає, що «Загалом для світової економічної думки після початку глобальної фінансової кризи стала очевидною помилковість розуміння функції центрального банку як досягнення однієї мети — забезпечення низької інфляції. Сучасні центральні банки мають достатньо впливові інструменти, щоб не лише контролювати низьку інфляцію, а й спрямовувати грошові потоки у реальний сектор для створення оптимальних передумов економічного зростання. Після 2008 р. світ перейшов до нової парадигми центрального банкінгу — мультитаргетуванню, тобто до принципу «багато цілей — багато інструментів» [8].

Проф. М.І. Савлук проблему вбачає в тому, що «в основних законодавчих актах України перед НБУ не ставилась задача безпосередньо впливати на економічне зростання, внаслідок чого потреби розвитку реального сектору економіки опинились на другому плані його монетарної політики. Сам НБУ теж не проявляв ініціативи щодо розширення своїх засобів впливу на реальний сектор економіки з метою формування його за моделлю, адекватною потребам стабілізації грошової одиниці. Економіка стихійно формувалась переважно під впливом критеріїв одержання максимального і негайного прибутку, якими керувались як приватний бізнес, так і орган державного управління. В результаті країна одержала глибоко розбалансовану, високо витратну, проінфляційну економіку, не спроможною послужити реальною базою для стабілізації гривні» [12].

Враховуючи зазначене, можна зробити висновок, що потенціал традиційних інструментів монетарного регулювання, що застосовувалися в Україні протягом останніх 20 років виявився недостатнім, щоб подолати існуючі диспропорції як в монетарній сфері, так і в реальному секторі економіки. Системна економічна криза в економіці, стагфляційні процеси, які розгорнулися в Україні в 2014–2015 роках вимагають пошук та впровадження таких інструментів монетарного регулювання, які максимально будуть враховувати особливості сучасного кризового стану економіки України та дадуть можливість в стрислі строки забезпечити розв'язання існуючих проблем та усунути диспропорції в економічному розвитку країни.

### СПИСОК ЛІТЕРАТУРИ

1. Основні засади грошово-кредитної політики на 2014 рік. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat\\_id=60522](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=60522)
2. Стратегія розвитку банківської системи 2016–2020: синергія розвитку банків та індустріалізації економіки. // Комітет Верховної Ради України з питань фінансової політики і банківської діяльності, Експертна робоча група з підготовки та розвитку проекту. – К., 2016.
3. Основні засади грошово-кредитної політики на 2015 рік. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat\\_id=60522](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=60522)
4. Теорія і практика грошового обігу та банківської справи в умовах глобальної фінансової нестабільності: монографія / О. В. Дзюблюк, В. В. Корнєєв, В. І. Міщенко та ін. ; за ред. д.е.н., проф. О. В. Дзюблюка. – Тернопіль : ФОП Осадца Ю.В., 2017. – 298 с.
5. Річний звіт НБУ за 2014 рік. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=17568764>
6. Річний звіт НБУ за 2015 рік. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat\\_id=58023](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=58023)
7. Коваленко М. Емісійна діяльність НБУ: вплив режиму валютного правління // Публічне управління: теорія та практика. – 2012. – №2. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.kbuara.kharkov.ua/e-book/putp/2012-2/doc/4/04.pdf>
8. Унковська Т. Є. Нова економічна стратегія для України [Електронний ресурс] / Т. Є. Унковська // Дзеркало тижня. – 2017. – Режим доступу до ресурсу: [https://gazeta.dt.ua/-macrolevel/nova-ekonomichna-strategiya-dlya-ukrayini\\_.html](https://gazeta.dt.ua/-macrolevel/nova-ekonomichna-strategiya-dlya-ukrayini_.html).
9. Гальчинський А.: У провалах економічної політики лєвова частка провини НБУ. [Електронний ресурс] // Дзеркало тижня. Україна. – №11. – 25 березня 2016 р. — Режим доступу: [http://gazeta.dt.ua/macrolevel/anatoliy-galchinskiy-u-provalah-ekonomichnoyi-politiki-levova-chastka-provini-nbu\\_.html](http://gazeta.dt.ua/macrolevel/anatoliy-galchinskiy-u-provalah-ekonomichnoyi-politiki-levova-chastka-provini-nbu_.html)
10. Державна служба статистики України [Електронний ресурс] – Режим доступу до ресурсу: <http://www.ukrstat.gov.ua/>.
11. Аржевітін С.М. Монетарне регулювання економіки України: поточні виклики та задачі // Науковий вісник Ужгородського університету. – 2016. – Серія Економіка. Вип. 1 (47). – Т. 1. – С. 319–326. – file:///C:/Users/user/Downloads/Nvuuec\_2016\_1(1)\_54.pdf
12. Савлук М.І. Економічне зростання в монетарній політиці НБУ. Економіка, Фінанси. Право // Інформаційно-аналітичний журнал. – № 8/2. – 2016. <http://efp.in.ua/arhiv-nomeriv-efp/archive-nomeriv-2016/efp-%208-2-%202016.pdf>

## Розділ 3

### ПРОБЛЕМИ ФОРМУВАННЯ ТА РЕАЛІЗАЦІЇ ОСНОВНИХ ЗАСАД ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ НА 2016 Р. ТА НА 2017 Р.

#### 3.1. ФОРМУВАННЯ ЦІЛЮВИХ ОРІЄНТИРІВ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ У 2016 Р.

На 2016 рік Основні засади грошово-кредитної політики не були затверджені через припинення повноважень Ради Національного банку України попереднього складу та зволікання з призначенням нового. Саме на це звернув увагу на засіданні Ради НБУ 28 лютого 2017 р. Голова Громадської колегії при Раді НБУ С.М. Аржевітін. З його слів, Рада НБУ була створена лише в кінці 2016 р., а Правління НБУ 18 серпня 2015 р. постановою №541 приймало рішення про затвердження не Основних засад ГКП (такого права у Правління НБУ де-юре не має), а приймало лише Пропозиції стосовно розроблення Основних засад ГКП під назвою «Стратегія монетарної політики на 2016–2020 роки». Саме тому на розгляд Ради НБУ 28 лютого 2017 р. і було надано Звіт Правління НБУ щодо проведення грошово – кредитної політики у 2016 р. Натомість Рада НБУ оцінювала виконання не існуючих Основних засад ГКП на 2016 р. Таким чином, можна аналізувати діяльність Правління Національного банку у сфері грошово-кредитної політики та її вплив на соціально-економічний розвиток, проте не можна дати оцінку виконання Основних засад грошово-кредитної політики<sup>1</sup>.

Саме з цих причин Громадською Колегією при Раді НБУ було запропоновано розглядати вплив грошово-кредитної політики НБУ в 2016 р. на стан соціально-економічного розвитку України, як це передбачено у таких випадках відповідно до пункту 3 Статті 9 Закону України «Про Національний Банк України».

Де-факто Національний банк застосовував два монетарні режими. З одного боку, декларується перехід до інфляційного таргетування, а з іншого – програма розширеного фінансування МВФ передбачає дотримання Національним банком жорстких кількісних критеріїв за складовими грошової бази (мінімальний приріст чистих міжнародних резервів і максимальний приріст чистих внутрішніх активів), що фактично є таргетуванням монетарних агрегатів. Водночас, декларуючи режим плаваючого обмінного курсу, Національний банк зберігає жорсткі обмеження на валютному ринку.

#### 3.2. РЕАЛІЗАЦІЯ ЦІЛЮВИХ ОРІЄНТИРІВ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ У 2016 Р.

##### Інфляція

Протягом 2016 року річний рівень споживчої інфляції знизився з 43,3 % до 12,4 %. Зростання цін цілком відповідало цілі Правління Національного банку (12 % +/- 3 п.п.), проголошених у пропозиціях стосовно розроблення Основних засад грошово-кредитної політики на 2016–2020 роки (постанова від 18.08.2015 р. № 541)<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> По-перше, пункт 2 Прикінцевих положень Закону України «Про Національний банк України» не був виконаний у частині формування Ради Національного банку України протягом двох місяців з дня набрання ним чинності (до 11.09.2015 р.). По-друге, якщо керуватися лише другою частиною пункту 2 (про виконання Правлінням НБУ функцій Ради НБУ щодо грошово-кредитної політики), то окремого рішення Правління НБУ про затвердження Основних засад грошово-кредитної політики також не було. Були затверджені лише пропозиції стосовно розроблення Основних засад (...).

<sup>2</sup> Саме цей документ наразі подається Правлінням Національного банку як Стратегія монетарної політики на 2016–2020 роки.

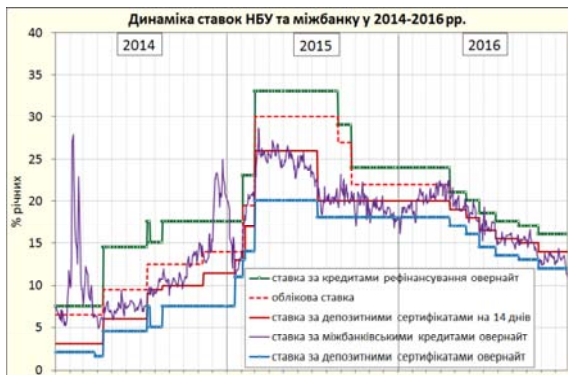


Проте, дії Правління Національного банку щодо впливу на цінову динаміку цілком ігнорували витратний характер інфляційного сплеску 2014–2015 років. У той час, як прискорення темпів інфляції було спровоковано чинниками з боку витрат (зокрема, девальвація гривні та підвищення тарифів на житлово-комунальні послуги), Національний банк докладав зусиль для зниження інфляції шляхом охолодження попиту через високі процентні ставки.

Тим часом, споживча інфляція у 2016 р. (12,4 %) була зумовлена переважно адміністративними чинниками. Зокрема, тарифи на житлово-комунальні послуги зросли на 47,2 % (у т. ч. гаряча вода і опалення – на 88 %), ціни на алкогольні напої і тютюнові вироби (через підвищення акцизів) – на 22,5 %. Водночас, продукти харчування (загалом) за підсумками року подорожчали лише на 3,2 %.

### Процентна політика

Ключовою подією грошово-кредитної політики у 2016 році можна вважати затвердження нового Положення про основи процентної політики Національного банку України (постанова від 21.04.2016 р. № 277). Відповідно до нього облікову ставку (за якою раніше надавалися кредити рефінансування через тендер) було прирівняно до ставки за депозитними сертифікатами на 14 днів, як такої, що має найбільший вплив на рівень ставок міжбанківського кредитного ринку. Водночас, Національний банк взяв на себе зобов'язання перед МВФ підтримувати облікову ставку (ключову процентну ставку) додатково по відношенню до прогнозного рівня інфляції (у річній перспективі). Такі зміни обумовлюють підтримання процентних ставок на рівні, який фактично блокує мотивацію банків до кредитування та не дозволяє істотно знизити вартість державних запозичень.



Попри зниження облікової ставки (котра, як вже зазначалось, з кінця квітня дорівнює ставці за депозитними сертифікатами на 14 днів) протягом року з 22 % до 14 %, її номінальний рівень перевищує інфляцію та є близьким до ставок за новими гривневими кредитами, наданими у корпоративний сектор. Більше того, у жовтні та листопаді середньомісячні ставки за такими кредитами (13,6 % і 13,1 % відповідно) були навіть нижчими, ніж облікова ставка (14 %). За таких обставин годі очікувати поживлення кредитної активності. Тобто, ставки за кредитами у реальний сектор економіки можуть навіть знижуватись (як це відбувалось протягом червня-листопада 2016 р.), проте банки не будуть зацікавленими у кредитуванні економіки, поки існує приваблива та безризикова альтернатива у вигляді депозитних сертифікатів Національного банку та ОВДП.



Хоча, навіть з урахуванням зобов'язань перед МВФ щодо підтримання облікової (ключової) ставки додатною у реальному вимірі, вона на кінець 2016 р. могла бути знижена майже до 8 %, оскільки саме такий рівень інфляції Національний банк прогнозував на 2017 р. (перегляд прогнозу до 9,1 % був зроблений у січні 2017 р.).

### Мобілізаційні операції з депозитними сертифікатами

Високі процентні ставки призвели до подальшого домінування (у процесі управління ліквідністю банківської системи) операцій з депозитними сертифікатами Національного банку. За підсумками 2016 р. загальний обсяг розміщення, перевищивши показник 2015 р., впритул наблизився до 3 трлн грн, що значно перевищує розмір номінального ВВП (за прогнозом НБУ – 2358 млрд грн).

| Обсяги розміщення та залишки за депозитними сертифікатами НБУ у 2014-2016 рр., млрд. грн. |               |               |               |
|-------------------------------------------------------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|
|                                                                                           | 2014          | 2015          | 2016          |
| <b>Обсяг розміщення депозитних сертифікатів</b>                                           | <b>1472,7</b> | <b>2849,2</b> | <b>2946,9</b> |
| у тому числі строком:                                                                     |               |               |               |
| овернайт                                                                                  | 1275,2        | 1993,0        | 1757,7        |
| 7 днів                                                                                    | 142,8         | 324,9         | 95,3          |
| 14 днів                                                                                   | 43,5          | 413,3         | 1060,4        |
| 30 днів                                                                                   | 6,8           | 93,1          | 27,5          |
| 45 днів                                                                                   | 2,4           | 1,7           |               |
| 85 днів                                                                                   | 2,0           | 23,3          | 5,9           |
| <b>Залишок мобілізованих коштів, на кінець року</b>                                       | <b>19,6</b>   | <b>89,8</b>   | <b>68,2</b>   |



Залишки мобілізованих коштів протягом року у середньому перевищували 50 млрд грн. Процентні витрати Національного банку за операціями з депозитними сертифікатами у 2016 р., за розрахунками, становили близько 9 млрд грн (для порівняння, у 2014 р. – 0,7 млрд грн, у 2015 р. – 8,2 млрд грн).

Невиправдано вузький (з огляду на абсолютний рівень ставок) коридор ставок овернайт (+/- 2 п.п. від облікової ставки) обумовлював домінування операцій постійного доступу з розміщення одноденних депозитних сертифікатів (близько 60 % від загального обсягу розміщення за рік), що здійснюються з ініціативи комерційних банків, а не Національного банку.

У лютому 2016 р. Національний банк де-факто припинив розміщувати депозитні сертифікати на 90 днів (на деякий час залишалися на 7,14 та 30 днів). А з кінця квітня 2016 р. (після затвердження вищезазначеного Положення про основи процентної політики) залишилися лише депозитні сертифікати овернайт і на 14 днів<sup>3</sup>. Проте, фактично, розміщення двотижневих сертифікатів відбувається також на умовах постійного доступу, оскільки здійснюється щодня і без оголошення обсягу. Така політика могла би бути виправданою в умовах кредитного буму, проте – не у ситуації, коли профіцит ліквідності у банківській системі присутній лише тому, що кредитування економіки практично відсутнє.



Наслідком вищезазначених дій Національного банку, а також продовження практики ліквідації банків (що чинило негативний вплив на довіру між ними), стало подальше звуження міжбанківського кредитного ринку – середньоденні обсяги у 2016 р. становили лише 1,3 млрд. грн. проти 4,5 млрд грн у 2015 р. Ставки на ньому, попри деяке зниження, на кінець 2016 р. приблизно відповідали рівню листопада 2014 р., коли темпи інфляції стрімко прискорювались (у річному вимірі перевищили 20 %), а на валютному ринку формувалася новий девальваційний тренд (котрий завершився різким знеціненням гривні у лютому 2015 р.). Зважаючи на значно сприятливіші умови 2016 р. (порівняно з кінцем 2014 р.), найбільш раціональним поясненням збереження високих процентних ставок на міжбанківському ринку є жорстка процентна політика.

### Рефінансування банків

Значне звуження міжбанківського кредитного ринку та зниження довіри між його учасниками підтримували попит з боку банків на кредити рефінансування. Протягом 2016 р. Національний банк надав банкам кредитів на 66,3 млрд грн (що є близьким до обсягу 2015 р. – 75,4 млрд грн), а найбільш інтенсивним рефінансування було у грудні (25,1 млрд грн), що пов'язано передусім з націоналізацією «ПриватБанку»<sup>4</sup>.

<sup>3</sup>Водночас, відповідно до Положення про застосування Національним банком України стандартних інструментів регулювання ліквідності банківської системи (постанова від 17.09.2015 р. № 615) є можливість розміщення депозитних сертифікатів на строк до 90 днів.

<sup>4</sup>Згідно з прес-релізом від 20.12.2016 р. Національний банк надавав «ПриватБанку» кредит рефінансування на 15 млрд грн (з терміном погашення 30.12.2016 р.), що однак не знайшло відображення у відповідній статистиці.



Залишки за кредитами рефінансування протягом 2016 р. зменшились з 105,8 млрд грн до 74,8 млрд грн, у т. ч. заборгованість платоспроможних банків перед Національним банком зменшилась з 50,8 млрд грн до 23,0 млрд грн. Найбільшим боржником з-поміж платоспроможних банків є «ПриватБанк», заборгованість котрого протягом 2016 р., щоправда, скоротилася з 27,1 млрд грн до 18,0 млрд грн.

| Надання ліквідності банкам у 2014-2016 рр., млрд.грн.             |              |              |             |
|-------------------------------------------------------------------|--------------|--------------|-------------|
|                                                                   | 2014         | 2015         | 2016        |
| <b>Загальний обсяг рефінансування</b>                             | <b>222,3</b> | <b>75,4</b>  | <b>66,3</b> |
| у тому числі:                                                     |              |              |             |
| кредити овернайт                                                  | 95,2         | 49,2         | 18,4        |
| кредити, отримані шляхом участі у тендері                         | 55,4         | 12,1         | 32,4        |
| операції прямого репо                                             | 20,4         | 2,3          |             |
| кредити під програми фінансового оздоровлення/стабілізаційні      | 28,2         | 11,7         |             |
| операції своп                                                     |              |              | 0,5         |
| кредити для збереження ліквідності                                | 23,0         |              |             |
| інші короткострокові кредити (ПриватБанк)                         |              |              | 15,0        |
| <b>Залишок заборгованості банків за кредитами, на кінець року</b> | <b>113,4</b> | <b>105,8</b> | <b>74,8</b> |

Заборгованість неплатоспроможних банків, збільшившись у лютому з 51,0 до 55,6 млрд грн, до кінця року скоротилася до 51,8 млрд грн.

До позитивних аспектів рефінансування можна віднести скорочення у загальному обсязі наданих коштів частки кредитів овернайт з 65 % у 2015 р. до 28 % за підсумками 2016 р. Натомість, до проблемних моментів – усе ще недостатню прозорість рефінансування у частині розкриття конкретних отримувачів ресурсів від Національного банку.

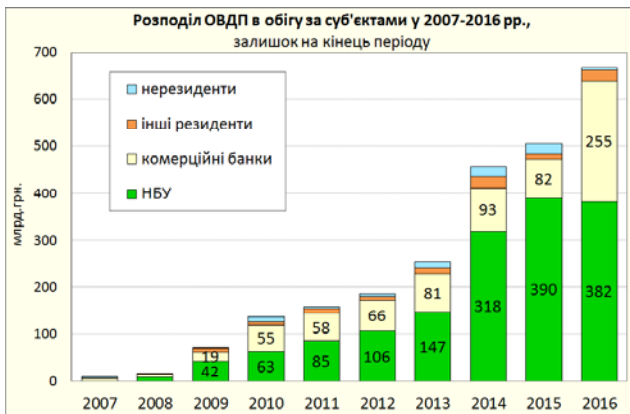
#### Вкладення Національним банком коштів у державні цінні папери

Загальний обсяг випуску Міністерством фінансів ОВДП, номінованих у гривні<sup>5</sup>, за 2016 р. становив 166,2 млрд грн, що удвічі перевищує відповідний показник 2015 р. (85 млрд

<sup>5</sup> Окрім гривневих облігацій Міністерство фінансів у 2016 р. розміщувало також ОВДП, номіновані в іноземній валюті: на 3,0 млрд дол. США та 141,3 млн євро.

грн). Слід зазначити, що ліміт на випуск державних облігацій (166,0 млрд грн) був передбачений вересневим Меморандумом про економічну та фінансову політику з МВФ.

Із загального обсягу випущених облігацій до бюджету було залучено лише 37,0 млрд грн, натомість, 121,3 млрд грн було спрямовано на капіталізацію державних банків (5,0 млрд грн – «Ощадбанк», 9,3 млрд грн – «Укресімбанк» і 107,0 млрд грн – «ПриватБанк») і ще 7,9 млрд грн – на кредитування Фонду гарантування вкладів фізичних осіб.



Обсяг погашення Міністерством фінансів заборгованості за ОВДП у 2016 р. становив 165,3 млрд грн, у тому числі 102,3 млрд грн – погашення номінальної вартості, 62,9 млрд грн – сплата купонного доходу.

У 2016 р. Національний банк практично припинив практику монетизації ОВДП. Винятком було придбання наприкінці року облігацій у «ПриватБанку» на 25,8 млрд. грн., що було пов'язано з його націоналізацією. З іншого боку, Національний банк протягом року також не здійснював продажу ОВДП зі свого портфелю. Як наслідок, враховуючи планове погашення (-) і фактор «ПриватБанку» (+), залишок ОВДП у власності центрального банку за 2016 р. зменшився з 389,9 млрд грн до 381,9 млрд грн.

Припинення практики монетизації ОВДП Національним банком, а також збереження високої дохідності на первинному ринку (14,9 % у середньому за 2016 р.) призвели до значного нарощування комерційними банками портфеля державних цінних паперів. Протягом 2016 р. залишки ОВДП у власності банків зросли утричі – з 81,6 млрд грн до 255,5 млрд грн (з урахуванням облігацій, випущених для капіталізації «ПриватБанку»). Таким чином, відбувається блокування ресурсів у банківській системі (вкладення в ОВДП та депозитні сертифікати Національного банку) без адекватного збільшення кредитного портфелю банків.

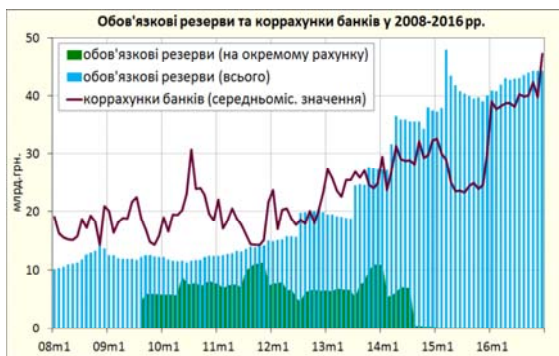
### Обов'язкові резерви банків

У 2016 р. нормативи обов'язкового резервування не змінювались. Починаючи з 31.12.2014 р. норматив резервування за строковими депозитами становить 3 %, за коштами на поточних рахунках і депозитами на вимогу – 6,5 %<sup>6</sup>.

Водночас, жорсткість резервних вимог було посилено на початку 2016 р. шляхом скасування можливості зарахування у покриття обов'язкових резервів частини готівки в касах у національній валюті (така практика діяла у 2015 р.). Тобто, у розпорядженні банків для покриття обов'язкових резервів залишилися лише коррахунки.

Збільшення обсягу депозитів на 10,7 % (включно з курсовою переоцінкою) призвело до зростання нормативного обсягу обов'язкових резервів протягом 2016 р. з 40,0 млрд грн до 44,2 млрд грн.

<sup>6</sup> Постанова Правління НБУ від 18.12.2014 р. № 820 (зі змінами).



Таким чином, суттєве збільшення залишків на коррахунках банків у 2016 р. (середньорічний рівень становив 40,1 млрд грн проти 26,2 млрд грн у 2015 р.) було обумовлене посиленням резервних вимог.

### Грошова база

Наслідком значної жорсткості грошово-кредитної (зокрема процентної) політики є низькі темпи розширення грошової пропозиції. За 2016 р. грошова база збільшилась на 13,6 %<sup>7</sup>, що лише на 1,2 проц. пункту перевищує рівень інфляції (12,4 %). Проте й такий показник був досягнутий значною мірою за рахунок різкого збільшення грошової бази у грудні (на 6,7 %) через витрачання Урядом коштів з бюджетних рахунків (близько 31 млрд грн) та монетизацію частини ОВДП (25,8 млрд грн), випущених для капіталізації «ПриватБанку»<sup>8</sup>.

Однак, якщо грошову базу привести до рівня цін початку 2014 р., то виявиться, що її реальний обсяг за три останніх роки зменшився на 38,2 % (при номінальному зростанні на 24,2 %). Отже, можна зробити висновок, що жодної стимулюючої функції грошово-кредитна політика упродовж останніх років не виконувала.



Внаслідок зниження мультиплікатора з 2,96 до 2,89 приріст грошової маси (M3) за підсумками 2016 р. поступився приросту грошової бази і становив 10,9 %. Обсяг готівки в обігу (M0) протягом року збільшився на 11,2 %.

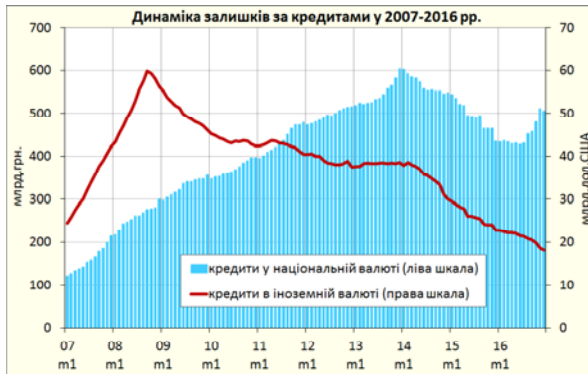
<sup>7</sup> Варто звернути увагу на те, що фактичний приріст грошової бази за 2016 р. з точністю до двох десятих процента відповідав показнику, передбаченому вересневим Меморандумом про економічну та фінансову політику з МВФ. Зазначений факт засвідчує серйозність ставлення Правління НБУ до взяття на себе зобов'язань перед фондом та актуалізує спотребує-бачного аналізу програми співпраці України з МВФ.

<sup>8</sup> Різке збільшення грошової бази наприкінці року призвело до посилення девальваційного тиску на гривню на початку 2017 р.

Слід зазначити, що **бюджетна політика** мала дещо інший характер. За підсумками 2016 р. приріст видатків зведеного бюджету<sup>9</sup> (22,9 %) істотно перевищив середньорічний рівень інфляції (13,9 %), зокрема капітальні видатки порівняно з попереднім роком зросли на 56,2 %.

### Кредитування економіки

Жорстка грошово-кредитна політика, зокрема високі ставки за пасивними операціями Національного банку позначилися на збереженні низької кредитної активності. Протягом 2016 р. загальний обсяг залишків за кредитами в економіку зріс лише на 1,7 %. Збільшення обсягу гривневих кредитів на 16,4 % (за рахунок корпоративного сектору) значною мірою був пов'язаний з конвертацією кредитів в іноземній валюті у національну<sup>10</sup> (загалом залишки за кредитами в іноземній валюті у доларовому еквіваленті скоротилися на 20,5 %).



Одним з наслідків зниження кредитування є значне зменшення частки кредитних ресурсів у структурі капітальних інвестицій. Так, якщо у 2006–2013 рр. частка кредитів банків та інших позик у середньому перевищувала 14 %, то у 2014 р. вона скоротилася до 9,9 %, у 2015 р. – до 7,6 %, а у січні-вересні 2016 р. – до 7,2 %.

Усе це дає підстави вважати, що низька кредитна активність є одним з основних чинників продовження рецесії. За оцінками Національного банку приріст реального ВВП у 2016 р. становив 2,2 % (на тлі низької бази порівняння – протягом 2014–2015 рр. реальний ВВП скоротився на 15,8 %). Приріст **промислового виробництва** у 2016 р. становив лише 2,4 %, тоді як за два попередніх роки відбулося скорочення на 21,8 %. Обороти **роздрібної торгівлі** у 2016 р. зріс на 4 %, при скороченні на 28 % за підсумками 2014–2015 років.

Важливою рисою зміни ВВП у 2016 р. було формування значного від'ємного внеску чисто експорту. Внаслідок повільного відновлення промислового виробництва (у т. ч. через низьку кредитну активність та фактичну відсутність структурних реформ) обсяги **експорту** продовжили скорочуватись (на 4,1 %), тоді як **імпорту**, після трьох років скорочення, у 2016 р. відновив зростання (на 3,9 %). Як наслідок, **дефіцит поточного рахунку** платіжного балансу зріс з 189 млн дол. (0,2 % від ВВП) у 2015 р. до 3,4 млрд дол. (3,6 % від ВВП) у 2016 р. Таким чином, можна зробити висновок, що шанс на істотне імпортозаміщення внаслідок значного знецінення гривні у 2014–2015 рр. було втрачено.

### Валютний ринок

Погіршення поточного рахунку платіжного балансу створювало напругу на валютному ринку, що призвело до подальшого знецінення гривні.

<sup>9</sup> Доходи зведеного бюджету у 2016 р. порівняно з 2015 р. зросли на 20 %.

<sup>10</sup> Див. Макроекономічний та монетарний огляд за січень 2017 р. Слід також зазначити, що статистику щодо обсягів нових кредитів Національний банк припинив публікувати у 2015 р.



Однією з основних проблем у валютно-курсовій сфері є значне звуження міжбанківського валютного ринку (пов'язане, зокрема, із запровадженням жорстких обмежень у 2014–2015 рр.), що створює сприятливі умови для реалізації шоків будь-якої природи. Крім того, сам Національний банк, прагнучи накопичити міжнародні резерви, збільшує попит на іноземну валюту: за підсумками 2016 р. додатне сальдо інтервенцій на валютному ринку становило 1,6 млрд дол. США.

Протягом 2016 р. обмінний курс знизився з 24,00 до 27,19 грн/дол., або на 13,3 %.

#### **Зниження купівельної спроможності населення**

Протягом 2014–2016 рр. загальний рівень споживчих цін зріс удвічі (на 101,1 %). У т.ч. тарифи на житлово-комунальні послуги (в цілому) зросли у 4 рази. Обмінний курс за три роки (2014–2016) знизився більш ніж утричі: з 7,99 до 27,19 грн/дол. За той самий період середня номінальна заробітна плата зросла з 3619 грн (грудень 2013 р.) до 6475 грн (грудень 2016 р.) або на 79 %.

*Варто зазначити, що зростання лише за грудень 2016 р. становило 1069 грн. Без нього (станом на листопад 2016 р. – 5406 грн) приріст заробітної плати до грудня 2013 р. становив 49 %.*

Пенсії за три роки зросли менше ніж на 20 % – з 1526 до 1828 грн (середній розмір пенсійної виплати).

Як бачимо, гривня знецінилась значно більше, ніж зросла номінальна заробітна плата та пенсії.

#### **Щодо довіри до НБУ**

Дослідження, проведене Центром Разумкова з 4 по 9 листопада 2016 р. свідчить, що Національному банку повністю довіряють (1,8 %) або скоріше довіряють (14,3 %) опитаних – разом 16,1 % довіряють. Зовсім не довіряють (47,2 %) або скоріше не довіряють (28,0 %) – разом 75,2 % не довіряють.

Опитування, проведене Центром «Соціальний моніторинг» та Українським інститутом соціальних досліджень ім. Олександра Яременка спільно з відділом моніторингових досліджень соціально-економічних трансформацій Інституту економіки та прогнозування НАН України 20–24 жовтня 2016 р. показало, що Національному банку довіряють (разом) 12 % опитаних, Голові Національного банку (В. Гонтаревій) повністю довіряє лише 1 %, скоріше довіряє – 5 % – разом 6 % довіряє. Не довіряє (разом) – 83 % опитаних. Особисто В. Гонтаревій як банкіру довірили б свої гроші менше 4 % населення. Вимогу відставки В. Гонтаревої з посади Голови НБУ підтримали б майже 70 % населення країни.

## Щодо виконання критеріїв ефективності за програмою співпраці з МВФ і до питань прозорості діяльності

У Звіті Правління щодо проведення грошово-кредитної політики у 2016 році йдеться про успішне виконання зобов'язань перед МВФ, зокрема, за чистими міжнародними резервами, чистими внутрішніми активами та монетарною базою. Проте, якщо порівняти «планові» цифри зі Звіту з цифрами з Меморандуму від 01.09.2016 р. то побачимо, що зобов'язання суттєво змінилися – збільшилися як мінімальний приріст ЧМР, так і максимальний приріст ЧВА, а також максимальний приріст грошової бази.

Громадськість припускає, що це пов'язано із застосуванням механізму коригування, передбаченому у Технічному меморандумі. Проте, у Звіті Правління про це – ані слова.

**Критерії ефективності (КЕ) за ЧМР (мінімальний приріст) та ЧВА (максимальний приріст), а також індикативна ціль за монетарною базою (максимальний приріст) відповідно до програми розширеного фінансування МВФ (за програмним курсом 15,7686 грн./дол.)**

|                                               | факт станом на 01.01.16 | КЕ (план) за Меморандумом від 01.09.16 | КЕ (план) за Звітом Правління | виконання (за Звітом) | факт станом на 01.01.17 (за Звітом) |
|-----------------------------------------------|-------------------------|----------------------------------------|-------------------------------|-----------------------|-------------------------------------|
| Чисті міжнародні резерви НБУ (КЕ), млрд. дол. | 1,251                   | приріст не менше 2,317                 | приріст не менше 2,627        | приріст 2,692         | 3,943                               |
| Чисті внутрішні активи НБУ (КЕ), млрд. грн.   | 316,3                   | приріст не більше 9,9                  | приріст не більше 30,8        | приріст 3,1           | 319,4                               |
| Грошова база (індикативна ціль), млрд. грн.   | 336,0                   | приріст не більше 46,5                 | приріст не більше 72,3        | приріст 45,6          | 381,6                               |
| Приріст грошової бази у 2016 р., %            |                         | не більше 13,8%                        | не більше 21,5%               | приріст 13,6%         |                                     |

Правління НБУ регулярно публікує ставки за новими кредитами. Проте, статистика щодо обсягів нових кредитів зникла кілька років тому. Якщо не помиляюся, разом з «ліквідацією» «Бюлетеня Національного банку України» у 2015 р. А громадськість хотіла б бачити таку статистику, хоча б для того, щоб порівняти обсяг нових кредитів з обсягом розміщення депозитних сертифікатів НБУ.

**Підсумовуючи** можна констатувати, що більшість кризових проявів грошової сфери, які виникли у 2014–2015 рр., продовжили свою дію у 2016 р.

Нескладно простежити такий логічний зв'язок. Маючи на меті зниження темпів інфляції, Національний банк підтримує високі процентні ставки, що обмежує кредитування та попит загалом. Це призводить до консервації рецесії в економіці, одним з проявів чого є погіршення поточного рахунку платіжного балансу. Як наслідок, відбувається чергове посилення девальваційного тиску, що, у свою чергу, стимулює інфляційні процеси. Коло замкнулося.

Голова Громадської колегії при Раді НБУ С.М. Аржевітин озвучив рішення Громадської колегії, яка пропонувала Раді НБУ визнати, що грошово-кредитна політика Правління НБУ у 2016 р. мала негативний вплив на стан соціально-економічного розвитку України, а діяльність НБУ у сфері банківського регулювання і нагляду мала негативний вплив на стан банківської системи. Національним банком велася дуалістична монетарна політика, тобто . з одного боку застосовувався режим інфляційного таргетування, з іншого – таргетування монетарних агрегатів, як це передбачено Меморандумом між Україною і МВФ. Така монетарна політика та невинуватна політика «очищення» банківської системи призвели до відриву банківської системи від реальної економіки, втрати купівельної спроможності та суцільної недовіри в суспільстві до НБУ та банків. У результаті держава отримала розбалансовану і збиткову банківську систему, яка майже не кредитувала економіку, натомість у державні цінні папери НБУ і КМУ вилучено понад 300 млрд грн з банківського сектору. Крім того, за цю політику довелося і доводиться платити державі у приватний сектор десятки млрд грн державних, у т.ч. емісійних грошей. Завдячуючи огульному виведенні банків з ринку державі, суб'єктам господарювання та громадянам України нанесені прямі колосальні збитки, які вимірюються вже сотнями млрд грн і сягають 500 млрд позначки, а це п'ята частина ВВП. За таку політику має бути відповідальність. Поки що ніхто не підраховував і непрямі збитки нанесені економіці країни.

Щодо інфляційного таргетування, то, на думку С.М. Аржевітіна, відсутність науково обґрунтованих цілей і механізмів їхньої реалізації робить застосування даного режиму проблемним. Індекс споживчих цін, навколо якого сконцентрована вся монетарна політика НБУ, викликає багато питань, у суспільстві все більше і більше зароджується сумнівів щодо його реалістичності. Протягом 2014–2016 років загальний рівень споживчих цін зріс удвічі, в т.ч. тарифи у чотири рази, обмінний курс знизився більше ніж утричі (7,99 до 27,19 грн/дол.), а середня номінальна заробітна плата зросла з грудня 2013 р. (3619 грн) до грудня 2016 р. (5406 грн) лише на 50 %, а пенсії за цей період зросли менше, ніж на 20 % (з 1526 до 1828 грн), тому говорити про наближення грошово-кредитної політики до потреб суспільства поки-що дуже далеко.

Таким чином, діяльність Правління Національного банку у монетарній сфері у 2016 р. не можна вважати задовільною. Хибним вбачається сам характер грошово-кредитної політики, котрий ігнорує, з одного боку, природу інфляційних процесів, а з іншого – необхідність участі Національного банку у відновленні української економіки.

#### **Враховуючи викладене Національному банку доцільно:**

переглянути основні принципи процентної політики з метою приведення її у відповідність до потреби відновлення кредитування економіки;

дослідити можливості застосування монетарного розширення з метою стимулювання економічного розвитку;

спільно з Кабінетом міністрів України розробити стратегію дій, спрямованих на зменшення дефіциту поточного рахунку платіжного балансу шляхом стимулювання експорту високотехнологічної продукції та імпортозаміщення.

---

### **3.3. Рішення Громадської колегії Національного банку України щодо Основних засад грошово-кредитної політики 22.02.2017 р.**

---

Відповідно до статті 100 Конституції України та статті 9 Закону України «Про Національний банк України» (далі – Закон) Основні засади грошово-кредитної політики розробляє Рада Національного банку України (далі – Рада Національного банку). З огляду на тривалу відсутність Ради Національного банку, Основні засади грошово-кредитної політики на 2016 рік не було розроблено, що унеможливило оцінку діяльності Правління Національного банку України (далі – Правління Національного банку) щодо їх виконання. Водночас, постановою Правління Національного банку від 18.08.2015 р. № 541 були затверджені Пропозиції стосовно розроблення Основних засад грошово-кредитної політики на 2016–2020 роки.

Упродовж більшої частини 2016 р. Рада Національного банку не мала змоги здійснювати контроль за проведенням грошово-кредитної політики, відповідно до пункту 2 статті 9 Закону. Зважаючи на це, Громадська колегія Ради Національного банку (далі – Громадська колегія) вважає, що в умовах зазначеної колізії найприйнятнішим варіантом здійснення оцінки діяльності Правління Національного банку у 2016 р. є оцінка впливу грошово-кредитної політики на стан соціально-економічного розвитку України, відповідно до пункту 3 статті 9 Закону. Громадська колегія також взяла до уваги те, що Правлінням Національного банку було надіслано «Звіт Правління Національного банку України щодо проведення грошово-кредитної політики у 2016 році» (далі – Звіт).

Проаналізувавши Звіт, а також у цілому діяльність Правління Національного банку у сфері грошово-кредитної політики і банківського регулювання та реальний стан економіки і соціальної сфери України у 2016 р. Громадська колегія констатує:

1. Відповідно до статті 6 Закону, при виконанні своєї основної функції Національний банк України (далі – Національний банк) має виходити із пріоритетності досягнення та підтримки цінової стабільності в державі. Стаття 1 Закону визначає цінову стабільність як збереження купівельної спроможності національної валюти шляхом підтримання у середньост-

рокової перспективі (від 3 до 5 років) низьких, стабільних темпів інфляції, що вимірюються індексом споживчих цін.

Протягом останніх п'яти років показник споживчої інфляції в Україні становив (у розрахунку грудень до грудня попереднього року):

2012 р. – «мінус» 0,2 %;

2013 р. – 0,5 %;

2014 р. – 24,9 %;

2015 р. – 43,3 %;

2016 р. – 12,4 %.

Наведене не свідчить про досягнення та підтримання цінової стабільності в державі, принаймні, протягом 2014–2016 років. Таким чином, попри зниження темпів інфляції у 2016 р., не можна вважати, що Національний банк виконав свою основну функцію, як це визначено статтею 6 Закону та статтею 99 Конституції України.

2. Грошово-кредитна політика та невиправдана політика т. з. очищення банківської системи призвели до відриву банківського сектору від реальної економіки та втрати довіри суспільства до Національного банку та банківської системи в цілому.

Національний банк фактично реалізовує два монетарні режими. З одного боку, декларується перехід до інфляційного таргетування, а з іншого – програма розширеного фінансування МВФ передбачає дотримання жорстких кількісних критеріїв за складовими грошової бази (мінімальний приріст чистих міжнародних резервів та максимальний приріст чистих внутрішніх активів), що фактично є таргетуванням монетарних агрегатів.

Разом з цим, задекларований режим плаваючого обмінного курсу в деяких аспектах регулювання валютного ринку є навіть жорсткішим, ніж режим «фіксованого» обмінного курсу у минулому. Це призвело до значного звуження міжбанківського валютного ринку, що створює сприятливі умови для реалізації шоків будь-якої природи. У результаті, обмінний курс протягом 2016 р. знизився з 24,00 до 27,19 грн/дол. або на 13,3 %.

Зниження темпів інфляції у 2016 р. до 12,4 % було досягнуто шляхом охолодження попиту через високі процентні ставки. Тоді як споживча інфляція у 2016 р. була зумовлена переважно адміністративними чинниками. Зокрема, тарифи на житлово-комунальні послуги за рік зросли на 47,2 %, ціни на алкогольні напої і тютюнові вироби (через підвищення акцизів) – на 22,5 %.

Протягом 2016 р. загальний обсяг залишків за кредитами в економіку зріс лише на 1,7 %. Збільшення обсягу гривневих кредитів на 16,4 % значною мірою було пов'язано з конвертацією кредитів в іноземній валюті у національну (залишки за кредитами в іноземній валюті у доларовому еквіваленті скоротилися на 20,5 %).

Водночас, значні обсяги ліквідності вилучалися з банківської системи. За 2016 р. загальний обсяг розміщення депозитних сертифікатів Національного банку перевищив показник 2015 р. та втричі наблизився до 3 трлн грн, що значно перевищує розмір номінального ВВП. Щоденні залишки мобілізованих коштів протягом року у середньому становили 55 млрд гривень.

Зазначені процеси обумовлені підтриманням процентних ставок Національного банку на високому рівні. Попри зниження облікової ставки (котра з кінця квітня 2016 р. дорівнює ставці за депозитними сертифікатами на 14 днів) протягом року з 22 % до 14 %, її номінальний рівень перевищує інфляцію та є близьким до ставок за новими гривневими кредитами, наданими у корпоративний сектор. Більше того, у жовтні та листопаді середньомісячні ставки за такими кредитами (13,6 % і 13,1 % відповідно) були навіть нижчими, ніж облікова ставка.

Така процентна політика Національного банку зумовила також підтримання на високому рівні доходності ОВДП на первинному ринку (14,9 % у середньому за 2016 р.). Це призвело до значного нарощування банками портфеля державних облігацій: протягом 2016 р. залишки ОВДП у власності банків зросли утричі – з 81,6 млрд грн до 255,5 млрд грн (з урахуванням облігацій, випущених для капіталізації «Приватбанку»). Таким чином, відбувається блоку-

вання ресурсів у банківській системі (вкладення в ОВДП і депозитні сертифікати Національного банку) без адекватного збільшення кредитного портфеля банків.

Низька редитна активність є одним з основних чинників продовження рецесії в економіці. За оцінками Національного банку приріст реального ВВП у 2016 р. становив 2,2 %, що на тлі низької бази порівняння (протягом 2014–2015 років реальний ВВП скоротився на 15,8 %) може бути оцінено як ознака стагнації. Приріст промислового виробництва у 2016 р. становив лише 2,4 %, тоді як за два попередніх роки відбулося його скорочення на 21,8 %. Обороти роздрібної торгівлі у 2016 р. зріс на 4 %, при скороченні на 28 % за підсумками 2014–2015 років.

Внаслідок повільного відновлення промислового виробництва (у т. ч. через низьку кредитну активність та фактичну відсутність структурних реформ) обсяги експорту у 2016 р. продовжили скорочуватись (на 4,1 %), тоді як імпорт, після трьох років скорочення, у 2016 р. відновив зростання (на 3,9 %). Як наслідок, дефіцит поточного рахунку платіжного балансу зріс з 189 млн дол. у 2015 р. до 3,4 млрд дол. у 2016 р. Таким чином, можна зробити висновок, що шанс на істотне імпортозаміщення внаслідок значного знецінення гривні у 2014–2015 роках було втрачено.

3. Діяльність Правління Національного банку щодо т. з. очищення банківської системи спричинила кризу, яка проявилася, зокрема, у ліквідації великої кількості банків з українським капіталом (протягом 2014–2016 років з ринку виведено 87 банків, у т. ч. за 2016 р. – 21), втраті значної частини активів банківської системи, заощаджень населення та коштів суб'єктів господарювання, зниженні кредитної активності, зменшенні грошового мультиплікатора, збільшенні боргового навантаження на бюджет та втраті довіри суспільства до банківської системи.

Відбулося значне зростання рівня концентрації у банківській системі (частка 20-ти найбільших банків у чистих активах за 2016 р. збільшилась на 3 п. п. до 90 %) та різке збільшення частки банків, що знаходяться у державній власності (після переходу «Приватбанку» у державну власність частка державних банків у чистих активах системи збільшилась до 51,3 % (з 28,1 % на початок 2016 р.), за депозитами населення – майже утричі, до 59,5 %).

Для капіталізації банків, що знаходяться у державній власності, за 2014–2016 роки було випущено ОВДП на 141,7 млрд грн, у т. ч. за 2016 р. – на 121,3 млрд грн. Для фінансування Фонду гарантування вкладів фізичних осіб за три роки випущено ОВДП на 59,6 млрд грн, з них у 2016 р. – 7,9 млрд грн. Фонд гарантування вкладів фізичних осіб станом на 01.01.2017 р. виплатив вкладникам неплатоспроможних банків близько 81 млрд грн, у т. ч. за 2016 р. – майже 15 млрд гривень.

4. Враховуючи викладене у пунктах 1–3 Громадська колегія пропонує Раді Національного банку визнати, що грошово-кредитна політика у 2016 р. мала негативний вплив на стан соціально-економічного розвитку України, а діяльність Правління Національного банку у сфері банківського регулювання і нагляду мала негативний вплив на стан банківської системи.

---

### **3.4. ЗІ ЗВІТУ ПРАВЛІННЯ НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ ЩОДО ПРОВЕДЕННЯ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ У 2016 РОЦІ<sup>11</sup>**

---

У 2016 році діяльність Правління Національного банку спрямовувалась на виконання цілей діяльності Національного банку, передбачених статтею 6 Закону України «Про Національний банк України», та цілей грошово-кредитної політики, задекларованих у Пропозиціях стосовно розроблення Основних засад грошово-кредитної політики на 2016–2020 роки, затверджених постановою Правління Національного банку від 18 серпня 2015 року №541 (*далі – Стратегія монетарної політики на 2016–2020 роки*).

У 2016 році Національним банком було:

---

<sup>11</sup> Звіт Правління Національного банку України щодо проведення грошово-кредитної політики у 2016 році : Електронний ресурс. Джерело : <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=44753289>

**1. Досягнуто кількісну ціль щодо інфляції на кінець 2016 року – 12 %  $\pm$  3 в. п. Приріст індексу споживчих цін у 2016 році становив 12,4 %.**

Стрімке уповільнення споживчої інфляції (з 43,3 % у 2015 році) відповідало прогнозам Національного банку, що публікувалися в Інфляційних звітах протягом 2016 року. Це відбулося насамперед завдяки дії фундаментальних факторів, про що свідчило швидке уповільнення базової інфляції (до 5,8 %).

Макроекономічна стабілізація та поступове пом'якшення грошово-кредитної політики в міру послаблення інфляційних ризиків стали внеском у відновлення економічного зростання в Україні, темпи якого за попередніми оцінками фахівців Національного банку становили **2,2 % за 2016 рік.**

**2. Збільшено обсяг міжнародних резервів.** У періоді перевищення на внутрішньому ринку пропозиції іноземної валюти над попитом Національний банк проводив операції з купівлі іноземної валюти з метою поповнення міжнародних резервів. Сальдо валютних інтервенцій за підсумками року було додатним та становило 1,6 млрд дол. США. Разом з отриманням третього траншу від МВФ у рамках програми EFF це дозволило **збільшити обсяг міжнародних резервів до 15,5 млрд дол. США** (або 3,4 місяця імпорту майбутнього періоду) на кінець року порівняно з 13,3 млрд дол. США на кінець 2015 року.

**3. Виконано кількісні критерії та індикативні цільові показники спільної з МВФ програми за підсумками 2016 року:** кумулятивна зміна чистих міжнародних резервів за підсумками року становила 2 692 млн дол. США (нижня межа на критерієм – 2 627 млн дол. США), кумулятивна зміна чистих внутрішніх активів – 3,1 млрд грн (верхня межа за критерієм – 30,8 млрд грн), кумулятивна зміна грошової бази – 45,6 млрд грн (верхня межа за індикативною ціллю – 72,3 млрд грн), інфляція у річному вимірі – 12,4 % (індикативна ціль – 12 %  $\pm$  3 в.п.).

**4. Національний банк дотримувався режиму плаваючого валютного курсу.** Грошово-кредитна політика у 2016 році не була спрямована на досягнення певного рівня або діапазону обмінного курсу. Курсова динаміка не створювала загроз для виходу інфляції за межі цільового діапазону. Проведення збалансованої політики валютних інтервенцій сприяло зниженню середньомісячної волатильності обмінного курсу гривні до долара США до 6,2 % у 2016 році, порівняно з 28,8 % у 2015 році.

**5. Удосконалені операційні засади проведення монетарної політики і валютних операцій.** Для посилення спроможності Національного банку в частині досягнення цілей щодо інфляції у квітні 2016 року було удосконалено операційний дизайн монетарної політики, а саме: облікову ставку було синхронізовано з ключовою ставкою за основними операціями з регулювання ліквідності – розміщення депозитних сертифікатів Національного банку на двотижневий строк. Таким чином, облікова ставка стала де-факто ключовою ставкою монетарної політики. Крім того, було зафіксовано симетричний коридор процентних ставок за операціями постійного доступу (+/-2 в.п.) навколо ключової ставки.

У жовтні 2016 року було затверджено **"Стратегію валютних інтервенцій Національного банку України на 2016–2020 роки"**, яка визначає політику регулятора з проведення операцій на міжбанківському валютному ринку в умовах режиму інфляційного таргетування та плаваючого обмінного курсу.

**6. Посилено підзвітність і прозорість грошово-кредитної політики.** Упродовж 2016 року Національний банк послідовно та регулярно інформував громадськість щодо виконання своїх цілей, ґрунтовно пояснюючи суть і причини вжитих ним заходів. Правління Національного банку приймало рішення щодо облікової ставки на засіданнях з питань монетарної політики відповідно до заздалегідь оголошеного графіку. Після кожного засідання Правління Національного банку з монетарних питань проводились прес-брифінги Голови Національного банку, публікувались прес-релізи щодо зміни ключової ставки. Крім того, щоквартально публікувався Інфляційний звіт, який містить комплексний аналіз економічної ситуації, макроекономічний прогноз з оцінкою ризиків для його основного сценарію та обґрунтування прийнятих Національним банком монетарних рішень.

## **I. Аналіз економічного і соціального розвитку України у 2016 році**

### **Інфляційний розвиток<sup>1</sup>**

У 2016 році відбулося стрімке зниження споживчої інфляції – до 12,4 %, тоді як у 2015 році споживчі ціни зросли на 43,3 %. Таким чином, досягнуто ціль з інфляції на кінець 2016 року в межах  $12 \% \pm 3$  в. п., визначену Стратегією монетарної політики на 2016–2020 роки.

Швидке сповільнення інфляції у 2016 році відбулося насамперед завдяки послабленню інфляційного тиску, зумовленого фундаментальними факторами. Про це свідчило стрімке уповільнення базової інфляції. Також значний вплив мали сприятливі фактори з боку пропозиції сирих продуктів харчування. Водночас основними чинниками зростання цін стало підвищення тарифів, що регулюються адміністративно, та збільшення світових цін на нафту.

Базова інфляція за результатами 2016 року сповільнилася до 5,8 % (з 34,7 % у 2015 році). Зниженню базової інфляції і загалом інфляційного тиску насамперед сприяли проведення виваженої фінансової та монетарної політики, у тому числі дії Національного банку зі згладжування надмірних коливань обмінного курсу гривні на міжбанківському ринку. Вагомим чинником також було послаблення інтенсивності військового конфлікту на сході. Все це позитивно вплинуло на інфляційні та курсові очікування та стримувало інфляцію з боку попиту. Також відчутний внесок у зниження базової інфляції мали вторинні ефекти від дії факторів з боку пропозиції сирих продуктів харчування.

Небазова інфляція у 2016 році знизилася до 17,5 % (із 49,7 % у 2015 році). Основний внесок у небазову інфляцію мало підвищення цін і тарифів, що регулюються адміністративно, хоча їх темпи зростання у 2016 році були значно нижчими, ніж у 2015 році. Протягом року підвищилися тарифи на всі види послуг ЖКГ (загалом на 50,9 %). У 2016 році також зросли ціни на тютюнові вироби та алкогольні напої, через зростання собівартості та підвищення акцизів. Крім того, у грудні урядом було підвищено мінімальні ціни на алкогольні напої (у середньому на 27 %).

На відміну від споживчої інфляції, за результатами 2016 року зростання індексу цін виробників прискорилося до 35,7 % (з 25,4 % у 2015 році). Протягом року ціни виробників перебували переважно під впливом цінових тенденцій на світових товарних та сировинних ринках. За підсумком 2016 року відчутно підвищилися світові ціни на нафту (майже на 40 %), залізну руду (удвічі), сталеву продукцію (майже на 70 %). Як наслідок, суттєво прискорилося зростання цін й у вітчизняній добувній промисловості (до 85,1 %). Разом із підвищенням попиту на готову продукцію це призвело до зростання цін у наступних ланках виробничого процесу, зокрема в металургії та виробництві коксу та продуктів нафтоперероблення (на 41,8 % і 61,7 % відповідно).

### **Економічна активність**

У 2016 році економіка країни відновила зростання в річному вимірі після глибокого спаду в 2014–2015 роках. За оцінками Національного банку за підсумком 2016 року реальний ВВП зріс на 2,2 % р/р.

Ключову роль у розвитку економіки в 2016 році відігравав внутрішній попит, насамперед інвестиційний. Підвищенню інвестиційної активності сприяло поліпшення фінансових результатів і ділових очікувань підприємств, значні капітальні видатки бюджету, а також відкладений інвестиційний попит, накопичений за 2014–2015 роки. Стійкий інвестиційний попит демонструвало насамперед сільське господарство, обсяги виробництва якого у 2016 році зросли на 6,1 %. Цьому сприяли рекордні врожаї зернових (66 млн тонн) та інших сільсько-господарських культур (олійних). Однак, потенціал рослинництва залишається високим<sup>3</sup>. Також істотно зросли інвестиції в окремих галузях промисловості, зокрема в харчовому виробництві.

Відновилося зростання й приватного споживання. Роздрібний товарооборот у 2016 році підвищився на 4,0 %, відображаючи відновлення зростання реальних доходів населення. Крім того, приватне споживання підтримувалося використанням заощаджень попередніх періодів.

Обсяги промислового виробництва за підсумком 2016 року зросли на 2,4 %. Насамперед поживалося металургійне виробництво (зростання на 5,9 % за рік) завдяки поліпшенню кон'юнктури на світових ринках металів. Але розвиток галузі стримувався періодичними труднощами з сировинним забезпеченням через транспортні ускладнення та високою волатильністю цін на світових сировинних ринках. Високими темпами зростало виробництво неметалевої мінеральної продукції для потреб будівельної галузі. Водночас складною залишалася ситуація в машинобудуванні через погіршення торговельних зв'язків з Росією та зниження попиту з країн СНД. Однак істотно збільшилося виробництво комп'ютерів, електронної та оптичної продукції (на 24 %), що могло пояснюватися військовими замовленнями, та вагонів (у 2,6 разу) – на виконання внутрішніх і зовнішніх замовлень.

### **Ринок робочої сили та доходи домогосподарств**

Поступове поживлення економічної активності та поліпшення ділових очікувань підприємств сприяли відновленню попиту на робочу силу у 2016 році, особливо в другій половині року. Потреба роботодавців у працівниках на заміщення вільних робочих місць в середньому у 2016 році (за даними Державної служби зайнятості) зросла на 6,3 % р/р, а рівень навантаження на одне вільне робоче місце – знизився на 16,1 % р/р. Однак рівень безробіття населення за методологією МОП (у % до економічно активного населення у віці 15–70 років) залишався високим. Так, у III кварталі 2016 року рівень безробіття за МОП знизився до 8,8 % (з 9,9 % у I кварталі та 9,0 % у II кварталі 2016 року), однак був вищим, ніж у III кварталі 2015 року (8,6 %) та зріс у сезонно скоригованому вимірі (до 9,6 %). Це свідчить про збереження значних диспропорцій між попитом і пропозицією на ринку праці (у регіональному розрізі, за видами економічної діяльності та професійними групами).

Протягом 2016 року зростання номінальних доходів населення поступово прискорювалося (до 17 % р/р у III кварталі) переважно за рахунок її найбільшої складової – заробітної плати. Також зростала і номінальна середня заробітна плата (нарахована в розрахунку на одного штатного працівника) – до 6 475 грн станом на грудень 2016 року, збільшившись за рік на 23,8 % р/р. Зростання заробітної плати було підтримане поживленням економічної активності в більшості секторів економіки, зростанням забезпечення військовослужбовців і заробітної плати співробітникам різних силових структур, а також підвищенням мінімальної заробітної плати у травні та грудні (на 5,2 % і 10,3 % відповідно).

Разом із послабленням інфляційного тиску зростання номінальних заробітної плати та доходів населення забезпечило річний приріст і відповідних реальних показників. Так, реальна заробітна плата зросла на 11,6 % р/р у грудні 2016 року, а реальні доходи населення – на 7,3 % р/р у III кварталі 2016 року. Разом із тим доходи домогосподарств з інших джерел, ніж заробітна плата, зростали низькими темпами. Це та суттєве підвищення тарифів на житлово-комунальні послуги стримувало тиск на інфляцію з боку попиту. Для підтримання рівня споживання населення витрачало накопичені раніше кошти.

### **Платіжний баланс**

За 2016 рік дефіцит поточного рахунку збільшився до 3,4 млрд. дол. США або 3,6 % ВВП<sup>4</sup>, насамперед через зростання попиту на імпортовані товари інвестиційного та споживчого призначення. Експорт товарів знизився на 5,2 % як за рахунок зниження цін, так і обсягів поставок окремих груп товарів. Зниження видобутку залізної руди та попиту на продукцію українського машинобудування спричинили зниження обсягів їх експорту (на 10,9 % і 17,8 % відповідно). Поступове відновлення роботи металургійної галузі протягом року зумовило зростання фізичних обсягів<sup>5</sup> експорту чорних металів (на 6,4 %), у той час як в умовах несприятливої цінової кон'юнктури вартісні обсяги експорту знизилися (на 9,7 %). Продовольчі товари були єдиною товарною групою, обсяги експорту якої збільшилися як у фізичному, так і вартісному вимірі попри суттєве падіння світових цін на зернові. Зокрема вартісні обсяги експорту олії та насіння олійних зросли на 15,1 %, продукції харчової промисловості – на 1,5 %. Високий урожай зернових культур сприяв збільшенню фізичних обсягів їх експорту на 7,4 %, однак через суттєве зниження цін на зернові вартісні обсяги експорту зернових збільшилися лише на 0,3 %.

Вартісні обсяги імпорту товарів у 2016 році збільшилися на 3,8 %. Зокрема, імпорт продукції машинобудування підвищилися на 37,9 %. Значною мірою таке зростання було зумовлене дворазовим збільшенням обсягів імпорту техніки сільськогосподарського призначення. Також унаслідок підвищення реальних доходів населення обсяги імпорту продовольчих товарів збільшилися на 13,4 %, промислових товарів – на 11,9 % р/р. Але завдяки високим накопиченим запасам газу в сховищах на початку 2016 року (13,9 млрд м<sup>3</sup>) скоротилися фізичні обсяги імпорту газу (на 32,4 % р/р).

У 2016 році експорт послуг знизився на 0,8 % р/р, однак протягом року спостерігалася висхідна його динаміка. Покращення динаміки зумовлено як збільшенням транзиту газу територією України, так і зростанням обсягів переробки нафти завдяки відновленню роботи деяких нафтопереробних заводів. Пожвавлення економічної активності та поліпшення споживчих настроїв населення стимулювали зростання імпорту послуг на 4,1 %, зокрема транспортних і за статтею «подорожі».

Приватні грошові перекази в Україну зросли на 5 % р/р до 5,4 млрд дол. США. Продовжилося збільшення надходжень з європейських країн і США, натомість перекази з країн СНД очікувано скоротилися через збереження несприятливої фінансово-економічної ситуації в переважній більшості цих країн.

Чисті надходження за фінансовим рахунком збільшилися до 4,6 млрд дол. США насамперед за рахунок скорочення готівкової валюти поза банками. В умовах відтермінування отримання зовнішнього фінансування державний сектор переважно здійснював виплати за своїми зобов'язаннями, чисті виплати за рік становили 0,8 млрд дол. США.

Чистий відплив боргового капіталу з приватного сектору<sup>6</sup> в 2016 році суттєво зменшився (до 0,8 млрд дол. США з 8 млрд дол. США у 2015 році), у тому числі за рахунок зниження виплат банківського сектору. У результаті ролівер за довгостроковими зобов'язаннями приватного сектору зростав упродовж 2016 року і в цілому за рік становив 60 %.

Чисті надходження ПІІ до реального сектору у 2016 році збільшилися майже вдвічі – до 1,2 млрд дол. США. Водночас надходження ПІІ до банківського сектору у 2016 році (2,2 млрд дол. США) були майже повністю спрямовані на докапіталізацію банківської системи в обмін на переоформлення боргу.

Додатне сальдо зведеного платіжного балансу за підсумками 2016 року збільшилося до 1,3 млрд дол. США. Разом із отриманням третього траншу від МВФ у рамках програми EFF це дало змогу збільшити міжнародні резерви до 15,5 млрд дол. США станом на кінець року (або 3,4 місяця імпорту майбутнього періоду), що на 17 % вище, ніж на початку 2016 року.

### **Монетарний сектор і фінансові ринки**

У відповідь на послідовне і досить активне пом'якшення монетарної політики протягом 2016 року поступово знижувалися й процентні ставки в економіці. Так, середньозважена ставка овернайт на міжбанківському кредитному ринку знизилася з 18,8 % у грудні 2015 року до 12,8 % – у грудні 2016 року. Також знизилася вартість залучень Урядом шляхом розміщення ОВДП у національній валюті за всіма строками обігу. Відреагували, хоч і з певним лагом та менш відчутно, й роздрібні ставки банків за кредитами та депозитами. Помірніший відгук роздрібних процентних ставок був зумовлений збереженням високих кредитних ризиків і низькою платоспроможністю позичальників. Крім того, стриманіше зменшення вартості залучення коштів домогосподарств зумовлювалося більшою чутливістю населення до ситуативних факторів. А утримання досить високої вартості кредитів домогосподарств пояснюється значною питомою вагою споживчих і карткових кредитів, які є відносно дорогими в обслуговуванні.

Протягом 2016 року банківська система функціонувала в умовах значного профіциту ліквідності. Це зокрема відобразилося в збільшенні середньоденних залишків як на коррахунках банків (майже не знижувались нижче 40 млрд грн), так і на депозитних сертифікатах НБУ (середні залишки протягом 2016 року становили близько 55 млрд грн).

Основними джерелами розширення ліквідності банківської системи в 2016 році були: валютний канал (38 млрд грн), операції НБУ на відкритому ринку (28 млрд грн) та операції

ФГВФО (11 млрд грн). Натомість ліквідність зменшувалася за рахунок суттєвого зростання обсягу готівки (на 33 млрд грн), особливо в останній місяць року, погашенням банками раніше отриманих кредитів від НБУ (чисті обсяги за кредитними операціями становили 31 млрд грн) та операціями уряду (23 млрд грн).

Збільшення рівня готівки та коррахунків банків забезпечило приріст грошової бази в 2016 року на 13,6 %.

Ситуація на валютному ринку упродовж 2016 року залишалася переважно стабільною (за винятком початку року та його останніх місяців). Цьому насамперед сприяли поліпшення зовнішньої кон'юнктури (зростання світових цін на сталь і залізню руду) та рекордний врожай зернових та інших сільськогосподарських культур, що компенсувало зниження світових цін на зернові. Протягом 2016 року НБУ зберігав присутність на міжбанківському ринку, згладжуючи надмірні коливання курсу. При цьому НБУ не перешкоджав зміні обмінного курсу в обидва напрямки під дією домінуючих факторів. Також за сприятливої ситуації НБУ здійснював інтервенції з метою поповнення міжнародних резервів. На готівковому сегменті валютного ринку впродовж усього року спостерігалось перевищення пропозиції іноземної валюти над попитом на неї. Тимчасове зростання в окремі періоди попиту на готівкову валюту з боку населення при одночасному зменшенні її пропозиції пояснюється чутливістю населення до впливу ситуативних негативних факторів. Однак у цілому сальдо купівлі-продажу готівкової іноземної валюти в 2016 році залишилося додатнім.

Через посилення девальваційного тиску в останні місяці року, в цілому за 2016 рік гривня послабилася на 13 % до долара США. Це було спричинено насамперед зниженням пропозиції валюти через значне збільшення гривневої ліквідності на тлі бюджетних витрат. Також наприкінці року збільшився попит на іноземну валюту зі сторони учасників ринку для платежів за кредитами в іноземній валюті. Однак девальваційний тиск відчували більшість валют країн-торговельних партнерів України, у тому числі євро. У результаті НЕОК гривні у грудні 2016 року послабився на 8 % порівняно з груднем 2015 року. Враховуючи все ще вищу інфляцію в Україні, це дозволило РЕОК гривні залишитися практично незмінним.

Поступове зростання довіри до банківської системи сприяло поверненню депозитів у національній валюті та припиненню їх відтоку в іноземній. За результатами 2016 року випереджаючими темпами зростали залишки на депозитних рахунках нефінансових корпорацій як у національній (на 14,4 %), так і в іноземній валюті у доларовому еквіваленті (на 7,3 %). Цьому сприяло поступове поживлення економічної активності та поліпшення фінансових результатів підприємств. Залишки депозитів домогосподарств у національній валюті за рік зросли на 5,4 % за рахунок підвищення номінальних доходів населення. Найшвидше зростали строкові кошти від одного до двох років, які протягом усього поточного року демонструють помісячний приріст, що суттєво пришвидшилося з квітня. Позитивну динаміку демонстрували і кошти на вимогу.

Зростання депозитів поряд із збільшенням готівки поза банками зумовили приріст грошової маси у 2016 році на 10,9 %.

Кредитні залишки в національній валюті в 2016 році збільшилися на 16,4 %. Це відбулося за рахунок коштів нефінансових корпорацій (зросли на 23,3 %), тоді як кредитування домогосподарств залишалося стриманим. Найбільший приріст залишків кредитів із середини 2016 року спостерігався за запозиченнями підприємств оптової та роздрібною торгівлі, а також ремонту автотранспортних засобів. Також стриманий приріст кредитних залишків демонстрували сільське, лісове та рибне господарства, а також будівництво та операції з нерухомим майном. Водночас кредитування підприємств інших видів діяльності залишалося стриманим. Однак приріст кредитних коштів у національній валюті значною мірою відображав реструктуризацію заборгованості за кредитами в іноземній валюті. У цілому обсяги кредитування в іноземній валюті (у доларовому еквіваленті) знизилися за рік на 20,5 %.

## **II. Реалізація грошово-кредитної політики у 2016 році**

### ***Мотивація рішень щодо рівня облікової ставки***

Протягом 2016 року Національний банк в міру послаблення інфляційних ризиків поступово пом'якшував грошово-кредитну політику для підтримки відновлення економічної активності. Це насамперед проявлялося у зниженні облікової ставки. Разом з тим, монетарні умови залишалися достатньо стриманими для забезпечення стійкої дезінфляції та досягнення визначених інфляційних цілей.

Рішення щодо зниження облікової ставки зумовлювались, насамперед, оцінкою Правлінням Національного банку інфляційних ризиків. Так, з січня до квітня 2016 року проводилась стримана монетарна політика – облікова ставка зберігалась на рівні 22 %. Стримані монетарні умови дотримувались з огляду на зовнішні та внутрішні ризики для досягнення інфляційної цілі.

Серед зовнішніх негативних факторів основними були: турбулентність світової економіки, падіння цін на товари українського експорту, девальвація валют країн – основних торговельних партнерів України, запровадження нових торговельних обмежень з боку Російської Федерації, повільна переорієнтація українських експортерів на нові ринки збуту та освоєння ними нових транспортних маршрутів доставки продукції. Крім цього, враховувались ризики відтермінування надходження офіційного фінансування в рамках співпраці з Міжнародним валютним фондом, внутрішня політична нестабільність і посилення напруги на валютному ринку.

З кінця квітня до жовтня 2016 року Національний банк поступово пом'якшував монетарну політику, облікова ставка була знижена 6 разів – з 22 % до 14 % річних. Це стало можливим, перш за все, завдяки формуванню стійкого дезінфляційного тренду. Уповільненню інфляції сприяло помірно зміцнення обмінного курсу гривні внаслідок покращення зовнішньої кон'юнктури на сировинних ринках і відновлення транзиту українських товарів через Російську Федерацію. Вагомим чинником пом'якшення монетарної політики стало стійке покращення інфляційних очікувань.

Завершення другого перегляду програми співпраці з МВФ і надходження фінансування до країни на початку вересня 2016 року сприяли значному поліпшенню інфляційних очікувань населення та бізнесу, що посилює контрольованість цінових процесів.

В останні 2 місяці 2016 року Національний банк утримувався від подальшого пом'якшення монетарної політики – облікова ставка зберігалась на рівні 14 %. Таке рішення було зумовлено зростанням ризиків для подальшої інфляційної динаміки та досягнення інфляційної цілі у 2017 році. Приймалися до уваги ризики посилення політичної напруги, затримки надходження офіційного фінансування через повільне впровадження заходів, передбачених програмою співпраці з МВФ, посилення напруги на валютному ринку. Крім того, враховувалась необхідність нівелювати ефекти впливу на інфляцію від різкого підвищення мінімальної заробітної плати у 2017 році.

### ***Зміни в операційному дизайні монетарної політики***

У квітні 2016 року Правління Національного банку, діючи в рамках Стратегії монетарної політики на 2016–2020 роки, вдосконалило монетарний інструментарій і привело його у відповідність до стандартів режиму інфляційного таргетування.

#### **Обліковій ставці було надано статус де-факто ключової ставки монетарної політики.**

Національний банк синхронізував облікову ставку і процентну ставку за основним інструментом монетарної політики – двотижневими депозитними сертифікатами Національного банку. В умовах структурного профіциту ліквідності, який понад рік спостерігався в банківській системі, на стан грошово-кредитного ринку найбільший вплив мають операції зі стерилізації ліквідності, а саме операції з розміщення депозитних сертифікатів на двотижневий строк.

Синхронізація облікової ставки та ставки за двотижневими депозитними сертифікатами забезпечила удосконалення першої ланки трансмісійного механізму монетарної політики, тобто управління короткостроковими процентними ставками на міжбанківському грошово-кредитному ринку.

Якщо у майбутньому структурна позиція банківської системи зміниться на дефіцит, тоді за обліковою ставкою проводитимуться операції з надання ліквідності. Це забезпечить постійну дієвість облікової ставки в якості ключової ставки монетарної політики.

Також у рамках зміни операційного дизайну монетарної політики Національний банк зафіксував коридор процентних ставок за інструментами постійного доступу з метою обмеження коливань короткострокових процентних ставок на міжбанківському ринку навколо ключової ставки монетарної політики. Верхньою межею коридору є ставка за кредитами овернайт, а нижньою — за депозитними сертифікатами овернайт. Ширина коридору (+/- 2 п. п. від облікової ставки) дає змогу, з одного боку, обмежити волатильність процентних ставок міжбанківського кредитного ринку, а з іншого — зберігає стимули для перерозподілу грошових ресурсів на міжбанківському ринку.

Разом з тим, Національний банк **оптимізував процедури та набір інструментів управління ліквідністю.**

По-перше, було скасовано регулярне проведення тендерів з розміщення депозитних сертифікатів на терміни, відмінні від двох тижнів. Раніше регулярно проводилося розміщення депозитних сертифікатів строком на один тиждень та один місяць. Скасування їх регулярного розміщення сприяло активнішому перерозподілу грошових ресурсів на міжбанківському ринку і підсиленню впливу на стан грошово-кредитного ринку основних операцій з регулювання ліквідності — розміщення депозитних сертифікатів на строк два тижні.

По-друге, було усунуто можливості дострокового погашення депозитних сертифікатів. Так як операції з вилучення ліквідності почали проводитись виключно на короткі строки, то зникла необхідність у проведенні дострокового погашення.

По-третє, всі операції з надання ліквідності стали проводитись за єдиною ставкою, яка дорівнює ставці за кредитами овернайт. Із запровадженням можливості роловеру кредитів овернайт, вони стали за суттю ідентичні тендерам з підтримки ліквідності.

Перехід до нового дизайну операційної політики сприяв підвищенню прозорості та передбачуваності монетарної політики, підсиленню чіткості сигналів щодо її змін, стимулюванню розвитку міжбанківського кредитного ринку та в підсумку досягненню цілей щодо інфляції.

#### ***Пом'якшення адміністративних обмежень на валютному ринку***

В умовах складної соціально-політичної ситуації в країні і несприятливої кон'юнктури на зовнішніх сировинних ринках Національний банк України з метою запобігання непродуктивному відпливу капіталу за межі країни, посилення фінансової дисципліни банків та їх клієнтів протягом 2014–2015 років був змушений запровадити на валютному ринку тимчасові антикризові заходи, які були узгоджені з Міжнародним валютним фондом.

Протягом 2016 року Національним банком було здійснено низку лібералізаційних заходів, зокрема:

- зменшено розмір обов'язкового продажу надходжень в Україну в іноземній валюті на користь юридичних осіб до 65 %;
- подовжено граничний строк для розрахунків за операціями з експорту та імпорту товарів з 90 днів до 120 днів;
- скорочено строк депонування уповноваженими банками гривневих коштів для купівлі іноземної валюти за дорученням клієнтів;
- полегшено умови для здійснення платежів за імпортними контрактами суб'єктів господарювання, які здійснюються на умовах попередньої оплати (авансових платежів);
- скасовано обов'язковий продаж надходжень в іноземній валюті з-за кордону за операціями, пов'язаними зі здійсненням іноземних інвестицій в Україну;
- дозволено репатріацію дивідендів, нарахованих іноземним інвесторам за 2014–2015 роки.

Певне гальмування лібералізаційного процесу в другій половині 2016 року було пов'язано з посиленням ризиків для цінової та фінансової стабільності, які асоціювалися зокрема із зовнішньою нестабільністю (зокрема, Brexit та вибори президента США), напруженою на валютному ринку, політичною нестабільністю, затримкою в співпраці з МВФ і негативними очікуваннями навколо ситуації з Приватбанком.

На початку грудня 2016 року Національний банк презентував концепцію нової моделі валютного регулювання, а також дорожню карту з її запровадження. Нова модель є не лише ліберальнішою порівняно з поточною, але й відповідає міжнародній практиці та зобов'язанням України, зокрема Директиві ЄС 88/361/ЄС про вільний рух капіталу та Угоді про асоціацію між Україною та ЄС.

#### **Проведення валютних інтервенцій у 2016 році**

У 2016 році Національний банк України, здійснюючи інтервенції на міжбанківському валютному ринку України, мав на меті виконання таких трьох завдань:

- накопичення міжнародних резервів;
- згладжування функціонування валютного ринку;
- підтримання трансмісії ключової процентної ставки як основного інструменту грошово-кредитної політики.

Зазначені завдання визначені Стратегією валютних інтервенцій Національного банку України на 2016–2020 роки, затвердженою рішенням Правління Національного банку України від 06 вересня 2016 року № 261-рш.

При цьому, за наявності у короткостроковому періоді конфлікту між ціллю щодо досягнення цінової стабільності та завданням щодо накопичення міжнародних резервів, пріоритет надається досягненню цінової стабільності.

Протягом 2016 року Національний банк України здійснив 110 валютних інтервенцій – 79 з купівлі іноземної валюти, 31 – з її продажу. Під час цих інтервенцій регулятором було куплено 2 458 млн дол. США, продано – 906 млн дол. Додатне сальдо валютних інтервенцій Національного банку України в 2016 році становило 1 552 млн дол. США.

Валютні інтервенції здійснювалися у формі валютного аукціону, крім однієї інтервенції з купівлі іноземної валюти, яка була проведена 07 квітня 2016 року у формі інтервенції за єдиним курсом.

У 2016 році було запроваджено нову форму валютних інтервенцій – інтервенцію у формі запиту щодо найкращого курсу, проте протягом 2016 року валютних інтервенцій у такій формі регулятор не здійснював.

Також у 2016 році Національний банк удосконалив комунікації у сфері валютних інтервенцій, запровадивши інформування про проведення регулятором валютних аукціонів на сторінці Офіційного інтернет-представництва Національного банку України, тим самим посиливши прозорість під час оприлюднення інформації щодо намірів здійснити валютні інтервенції, мотивів і результатів їх проведення.

Проведення збалансованої політики валютних інтервенцій сприяло накопиченню міжнародних резервів при зниженні середньої місячної волатильності обмінного курсу гривні до долара США з 28,8 % у 2015 році до 6,2 % у 2016 році.

### **III. Розвиток банківської системи України та безготівкових розрахунків**

#### **Основні тенденції банківської системи у 2016 році**

**Структура сектору.** Перехід Приватбанку в державну власність наприкінці грудня суттєво змінив структуру банківського сектору: частка державних банків у чистих активах збільшилася до 51,3 % (з 28,1 % на початку 2016 року), за депозитами населення – майже утричі, до 59,5 %. Протягом 2016 року 17 банків було оголошено неплатоспроможними, ще 4 було ліквідовано за рішенням акціонерів. Відтак концентрація у банківському секторі зросла – частка 20 найбільших банків у чистих активах за рік збільшилася на 3,0 в.п. до 89,4 %.

**Активи.** Нове кредитування було обмеженим у першому півріччі 2016 року, але дещо позбавилося у другій половині року, значною мірою через кредитування держмонополій державними банками. Валові гривневі кредити суб'єктам господарювання зросли на 87 млрд грн<sup>8</sup> (+27 %), а в іноземній валюті скоротилися на 4,1 млрд дол. США у еквіваленті, що частково пояснюється перекредитуванням у гривні. Кредитування населення також зменшилося.

За слабого кредитування банки нарощували портфель державних цінних паперів. Сукупна частка вкладень банків у цінні папери, що рефінансуються НБУ (ОВДП та депозитні сер-

тифікати) на початок 2017 року становила 24.6 % чистих активів сектору (+10.6 в. п. за рік, з них 5.1 в.п. через приріст ОВДП у портфелі Приватбанку).

Заявлена банками частка недіючих кредитів (кредитів, що потрапляють у IV та V категорію якості) склала 30.5 % на кінець року, що значно нижче показників, визначених у процесі діагностичного обстеження. Перехід банків на нові правила класифікації кредитів у зв'язку із запровадженням Положення про оцінку кредитного ризику (Постанови № 351) та визнання реальної якості кредитного портфелю Приватбанку наблизить заявлену частку недіючих кредитів до результатів стрес-тестування. Нове визначення недіючих кредитів ґрунтується переважно на наявності прострочки на 90 днів та більше.

**Фондування.** Ліквідність банківського сектору поліпшувалася протягом року завдяки поверненню коштів клієнтів. Вклади клієнтів банків зросли на 117.6 млрд грн в еквіваленті переважно за рахунок припливу коштів суб'єктів господарювання. Це дозволило фінансувати повернути 30.2 млрд грн, отриманих від НБУ, та замінити клієнтськими коштами конвертовані у капітал субординовані борги та міжбанківські кредити материнських банків. Кошти населення у гривні зросли на 9.1 %, а в іноземній валюті – на 1 %. Поетапне скасування обмежень на зняття вкладів позитивно вплинуло на довіру населення до банків та динаміку депозитів. Частка коштів населення та бізнесу у зобов'язаннях банків зросла за 2016 рік із 64.0 % до 73.4 %.

**Фінансові результати та капітал.** Минулого року операційна ефективність банківського сектору дещо знизилася: показник CIR (cost to income ratio) становив 58 % проти 52 % у 2015 році. Чистий процентний дохід скоротився через усе ще високу вартість фондування. Компенсатором стало помірне зростання чистого комісійного доходу завдяки відновленню попиту на банківські послуги та підвищенню тарифів. У 2016 році зафіксовано історично високий збиток банківського сектору – 159 млрд грн, що зумовлено резервуванням кредитного портфеля Приватбанку. Для решти банків відрахування в резерви значно знизилися, а сукупні збитки зменшилися до 23 млрд грн порівняно з 66 млрд грн. у 2015 році.

**Перспективи та ризики.** Протягом 2017 року триватиме «перезавантаження» банківського сектору. Після значних потрясінь попередніх років банки розпочинають довгострокове планування, впроваджують нові підходи до ризик-менеджменту, шукають нових клієнтів.

Завершення очищення банківського сектору та прийнятні макроекономічні умови сприятимуть поверненню коштів населення та бізнесу. За очікуваннями НБУ темпи приросту вкладів значно прискоряться порівняно з 2016 роком. Вирішення проблеми платоспроможності Приватбанку, який пропонував високі проценти закладами населення, закладає передумови для суттєвого зниження депозитних ставок та здешевлення кредитів протягом 2017 року.

Ключовим завданням банків у поточному році стане відновлення кредитування реального сектору та домогосподарств. Боргове навантаження підприємств-позичальників поступово нормалізується завдяки зростанню доходів і прибутків, проте якісних позичальників із прозорою фінансовою звітністю усе ще мало. Банки налаштовані оптимістично: за даними опитування НБУ понад 70 % фінансових очікують на зростання кредитного портфеля підприємств протягом наступних 12 місяців. Актуальним залишається питання посилення прав кредиторів – прогрес у попередніх роках був практично непомітним.

---

### 3.5. Оцінка Радою Національного банку України діяльності Правління у 2016 році<sup>12</sup>

---

Проте Рада НБУ дещо по-іншому оцінила діяльність Правління Національного банку у 2016 р. 28 лютого 2017 року Рада Національного банку України на своєму засіданні заслухала звіт про діяльність Правління Національного банку України у 2016 році. За його результатами Рада схвалила Оцінку діяльності Правління щодо виконання Основних засад грошово-кредитної політики у 2016 році і Рекомендації Правлінню НБУ та уряду України.

---

<sup>12</sup> Рада Національного банку України схвалила Оцінку діяльності Правління у 2016 році : Електронний ресурс. Джерело : [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=44703708](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=44703708)

У засіданні Ради брали участь члени Правління, Голова Комісії з цінних паперів та фінансового ринку, представники Верховної Ради України, Міністерства економіки, керівники банківських асоціацій, представники громадських організацій. «Сьогоднішнє засідання показало, що незважаючи на фінансово-економічні труднощі нашої держави, Національний банк України зміг мобілізувати всі ресурси і виконати головну ціль, визначену Основними засадами грошово-кредитної політики на 2016 рік, – зазначив Голова Ради Богдан Данилишин. – Водночас тепер перед Національним банком стоять не менш складні завдання –добитися цінової стабільності в Україні, стабільності банківської системи і відновлення економічного зростання. Нагадаю, що у 2015 році падіння реального ВВП становило 9.9 %. Зрозуміло, що відсутність цінової стабільності і стабільності банківської системи не сприяли додержанню стійких темпів економічного зростання. Приріст реального ВВП на 2.2 % у 2016 році свідчить про можливість відновлення економічного зростання в наступні роки. Вважаю, що Національний банк спроможний поступово відновити цінову стабільність і забезпечити виконання своєї основної функції», – зазначав Богдан Данилишин.

Під час засідання Рада акцентувала, що аналіз глобальних тенденцій, макроекономічних даних, матеріалів, поданих Правлінням, дають підстави стверджувати, що реалізація грошово-кредитної політики відповідала встановленим цільовим орієнтирам. Причому зазначене стосується не тільки формального досягнення оголошеної інфляційної цілі, а також ширшого кола питань, які вказують на появу макроекономічних передумов переходу на нижчу інфляційну траєкторію без ризику для відновлення потенціалу економіки, хоча з певними застереженнями.

Рада визнала, що показник споживчої інфляції в 2016 році було знижено до встановленого цільового рівня, а сам рівень узгоджується із цільовими орієнтирами, схваленими постановою Правління Національного банку України від 18 серпня 2015 року № 541 «Про Основні засади грошово-кредитної політики на 2016–2020 роки».

Разом з тим Рада констатувала, що у 2016 році тривала банківська криза: протягом року кількість діючих банків скоротилася від 117 до 96. Націоналізація наприкінці 2016 року ПАТ КБ «Приватбанк» хоча й сприяла швидкій локалізації проблем найбільшого банку країни, проте сама по собі ще не дала змоги їх остаточно розв'язати і визначити весь комплекс чинників, що призвели до неплатоспроможності найбільшого системного банку країни.

Різне погіршення в 2016 році поточного рахунку платіжного балансу (–3.4 млрд дол. США порівняно з –0.2 млрд у 2015 році) було безпосередньо зумовлене більш як триразовим зростанням дефіциту зовнішньої торгівлі товарами та послугами. Усе це разом із низьким рівнем суверенного рейтингу країни і збереженням її значного зовнішнього боргу зумовлює високу національну залежність від нових зовнішніх запозичень, насамперед у рамках фінансової програми EFF. Підвищення тарифів на споживання енергії й житлово-комунальні послуги сприяло стабілізації фінансового стану суб'єктів господарювання, що їх генерують/надають, зменшивши одночасно відповідний тиск на державний та місцеві бюджети. Це дало змогу знизити гостроту їх хронічної залежності від внутрішніх запозичень.

Незважаючи на досягнення цільових орієнтирів грошово-кредитної політики в 2016 році, в Україні все ще залишаються актуальними ризики зміни темпів реформ із неоднозначними перспективами глобального макрофінансового оточення.

Крім того, існують ризики прискорення споживчої інфляції в поточному році, насамперед через збільшення промислової інфляції та відновлення споживчого попиту.

Упродовж 2016 року на валютному ринку спостерігалися ознаки певної стабілізації. Зокрема, суттєво уповільнилися курсове знецінення гривні. Проте через структурні вади національної економіки та нестійкість зовнішньої кон'юнктури девальваційні ризики залишаються досить відчутними. В умовах перевищення пропозиції над попитом Національний банк проводив операції з купівлі іноземної валюти для поповнення міжнародних резервів. Утім, такі операції фактично стримували тенденції щодо зміцнення гривні після епізодів її послаблення.

Ключовою проблемою для інтенсифікації банківського кредитування залишаються суттєві системні ризики вітчизняної економіки.

Національним банком у процесі проведення грошово-кредитної політики застосовувалися монетарні та фінансові інструменти, притаманні саме центральному банку.

Під час засідання Рада ухвалила Рекомендації Правління та Кабінету Міністрів України, розглядала питання про результати проведення внутрішнього аудиту у структурних підрозділах Національного банку України в 2016 році та питання поточної діяльності Ради.

---

### **3.6. ЕКСПЕРТНА ОЦІНКА КАФЕДРИ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ КНЕУ ПРОПОЗИЦІЙ ПРАВЛІННЯ НБУ СТОСОВНО РОЗРОБЛЕННЯ ОСНОВНИХ ЗАСАД ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ**

---

*Постановою Правління НБУ від 18.08.2015 р. № 541 було затверджено Пропозиції стосовно розроблення Основних засад грошово-кредитної політики на 2016–2020 роки. Таким чином Правління запропонувало Раді НБУ викласти Основні засади у форматі стратегії на відповідні роки. З огляду на тривалу відсутність Ради НБУ пропозиції дотепер не були розглянуті, відтак не набули статусу Основних засад.*

*Рішенням Правління НБУ від 23.11.2016 р. № 436 було затверджено Пропозиції стосовно розроблення Основних засад грошово-кредитної політики на 2017 рік та середньострокову перспективу.*

*Зазначені документи є практично ідентичними у частині розділів 1-6, тому нижченаведені міркування є однаково актуальними стосовно обох проєктів.*

**Щодо ідеї викладення Основних засад грошово-кредитної політики у форматі стратегії на відповідні роки**

Потреба у розробленні стратегії монетарної політики не підлягає сумніву. Необхідність стратегічного підходу до реалізації монетарної політики (окрім очевидних вимог до провадження будь-якої політики) у нашому випадку обумовлена декількома чинниками:

- нагальною потребою у розробленні комплексної програми відродження та трансформації української економіки, невід'ємною складовою котрої має бути стратегія відповідної монетарної політики;

- задекларованим переходом до режиму плаваючого обмінного курсу і таргетування інфляції, що передбачає реформування операційної структури монетарної політики;

- кризовим станом фінансового сектору та економіки загалом, до котрого, серед іншого, призвела суперечлива політика нинішнього керівництва НБУ;

- саме такого – стратегічного – підходу вимагає стаття 24 Закону України «Про Національний банк України» (далі – закон про НБУ), в якій зокрема йдеться про те, що «*Основні засади грошово-кредитної політики визначають показники діяльності Національного банку у середньостроковій перспективі...*».

Проте, **посідання** стратегічного документа з монетарної політики та Основних засад грошово-кредитної політики **вбчається недоречним**. Головні контраргументи такі:

- О **тотальна недовіра** суспільства до чинної монетарної влади, що зумовлена безпрецедентним знеціненням гривні, а також ліквідацією значної кількості українських банків і пов'язаною з цим втратою заощаджень. Водночас, ухвалення Основних засад у формі стратегії можна трактувати як своєрідний карт-бланш для Правління НБУ на зазначений час, а для цього немає ні моральних, ні прагматичних підстав;

- значна мінливість макроекономічної кон'юнктури, що потребує періодичного перегляду параметрів монетарної політики;

- **суто технічний момент** – яким чином, у разі прийняття Основних засад у запропонованому форматі, виконувати вимогу статті 9 закону про НБУ щодо щорічного подання Радою НБУ Основних засад до Верховної Ради України до 15 вересня? Кілька разів поспіль подавати той самий документ, щоріку скорочувати термін його дії, щоразу зміщувати на один рік вперед?... З проєкту *Порядку розроблення Основних засад грошово-кредитної політики та здійснення контролю за її проведенням* (пп. 1.3, 2.12) можна довідатись, що Правління НБУ

пропонує надсилати до НБУ той самий документ кілька разів, проте такий підхід сам по собі є дискусійним.

Зважаючи на наведені міркування, у наших реаліях *прийнятним варіантом* є розроблення та ухвалення Радою НБУ (але не Правлінням)

**Стратегія монетарної політики на середньостроковий період як окремого документа** (термін до 2020 року є цілком виправданим), у контексті якої визначатимуться Основні засади грошово-кредитної політики (як окремий документ) на відповідний рік за незмінності середньострокової мети. Зрештою, саме такий підхід дозволяє коректно погодити між собою та виконати вимоги статей 9 і 24 закону про НБУ.

У нашому випадку актуальним може бути досвід Національного банку Польщі (Narodowy Bank Polski – NBP). 1998 року, коли було ухвалене остаточне рішення щодо за-  
провадження NBP режиму таргетування інфляції, Рада грошової політики (Rada Polityki  
Pieniężnej – RPP) затвердила Середньострокову стратегію грошової політики на 1999–  
2003 роки<sup>13</sup>. Зазначений період розглядався як перехідний, відведений, зокрема, на зниження  
темпів інфляції до рівня нижче 4 %<sup>14</sup> та посилення гнучкості валютного курсу.

Після успішного виконання завдань, окреслених у Середньостроковій стратегії, на початку 2003 року RPP ухвалила нову (постійну) Стратегію грошової політики після 2003 року<sup>15</sup>, котра є чинною дотепер і передбачає таргетування інфляції на рівні 2,5 % з допустимим відхиленням +/- 1 проц. пункт.

Паралельно, упродовж цих років RPP щорічно затверджувала Засади грошової політики (Założenia polityki pieniężnej – ZPP<sup>16</sup>). У період дії Середньострокової стратегії (1999–2003 рр.) інфляційна ціль визначалася щороку, а від 2004 р. лишається незмінною. У тексті ZPP традиційно окреслюються основні елементи стратегії, макроекономічні умови, що можуть впливати на реалізацію монетарної політики, а також інструменти монетарної політики.

Суттєвою відмінністю, яка відрізняє польський досвід від нашої ситуації, є той факт, що NBP протягом останніх двадцяти років провадив свою монетарну політику в умовах успішної трансформації та стійкого зростання економіки. Це полегшувало вибір стратегічного напрямку політики. Натомість, у наших реаліях НБУ не має права абстрагуватися від участі у відродженні української економіки.

### Щодо тексту пропозицій

Зупинимось лише на найважливіших моментах

Характерною особливістю проекту Основних засад є *зведення до мінімуму ролі Ради НБУ* у процесі розроблення та імплементації монетарної політики. Натомість, *переважна роль* у процесі ухвалення рішень *відводиться Правлінню НБУ та МВФ*, а в деяких моментах визнається фактичне підпорядкування Національного банку цій міжнародній організації. Погодитись з таким перерозподілом ініціативи та повноважень неможливо.

Першим з «основних принципів грошово-кредитної політики» (*розділ 1*) Правління НБУ визначає *«беззаперечну пріоритетність»* досягнення та підтримання цінової стабільності порівняно з іншими цілями та завданнями грошово-кредитної політики». Проте, таке формулювання є занадто категоричним (слово «беззаперечна» вбачається зайвим), воно зовсім не враховує того критичного стану, в якому перебуває економіка України. Більше того, досвід 2015–2016 рр. свідчить про небажання керівництва НБУ зважати на витратну природу інфляційного сплеску останніх років<sup>17</sup>, відтак жорсткі антиінфляційні заходи (спрямовані на стиснення грошової пропозиції) призвели до поглиблення кризових явищ.

<sup>13</sup> [http://www.nbp.pl/polityka\\_pieniezna/dokumenty/strategia/strategia\\_1999\\_2003.pdf](http://www.nbp.pl/polityka_pieniezna/dokumenty/strategia/strategia_1999_2003.pdf)

<sup>14</sup> На момент затвердження Стратегії (вересень 1998 р.) річний рівень інфляції у Польщі становив 11,3 %.

<sup>15</sup> [http://www.nbp.pl/polityka\\_pieniezna/dokumenty/strategia/strategia\\_2003.pdf](http://www.nbp.pl/polityka_pieniezna/dokumenty/strategia/strategia_2003.pdf)

<sup>16</sup> [http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/polityka\\_pieniezna/dokumenty/zalozenia.html](http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/polityka_pieniezna/dokumenty/zalozenia.html)

<sup>17</sup> Прискорення темпів інфляції у 2014–2015 рр. було зумовлене витратними чинниками (девальвація та підвищення тарифів), а не збільшенням попиту. Водночас, відповідальність за трикратну девальвацію гривні значною мірою лежить на чинному керівництві НБУ.

У першому абзаці **розділу 2** пропозицій йдеться про те, що «в економічній літературі існує усталений консенсус, що центральний банк може сприяти стійкому економічному зростанню шляхом утримання низької і стабільної інфляції». Зазначена теза, ймовірно, ґрунтується на переконанні щодо нейтральності грошей у довгостроковій перспективі, котре твердить, що зміни у кількості грошей в економіці провадять у тривалій перспективі до зміни загального рівня цін і не мають, натомість, впливу на реальні зміни, такі як обсяг виробництва та зайнятість. Проте, вищезазначені тези не заперечують, а лише підтверджують той факт, що у короткостроковій перспективі центральний банк за допомогою своїх інструментів може (і за потреби повинен) впливати на процеси у реальному секторі економіки.

Саме на таких позиціях стоїть більшість центральних банків розвинених країн, особливо після кризи 2008 р. Зокрема, з метою стимулювання кредитування реального сектору економіки Європейський центральний банк у червні 2014 р. запровадив новий інструмент – цільові довготермінові операції рефінансування (targeted longer-term refinancing operations – TLTROs)<sup>18</sup> з кінцевим терміном позашення у вересні 2018 р. На кінець 2015 р. за цим інструментом було емітовано 417,8 млрд євро, а у березні 2016 р. Рада керуючих ЄЦБ анонсувала нову програму TLTRO II<sup>19</sup>, яка передбачає надання чотирирічних кредитів у період з червня 2016 р. до березня 2017 р. Крім того, з 2009 р. ЄЦБ провадить політику кількісного пом'якшення через «програму купівлі активів» (asset purchase programme – APP20). З березня 2015 р. місячний ліміт на купівлю ЄЦБ цінних паперів становив 60 млрд євро, а у березні 2016 р. його було збільшено до 80 млрд євро. Станом на кінець вересня 2016 р. вартість придбаних активів (переважно державних облігацій) становила 1,3 трлн євро. Подібні схеми використовує і Банк Англії<sup>21</sup>.

У тому ж розділі 2 серед переваг режиму інфляційного таргетування зазначено, зокрема, що за такого режиму «домашні господарства та підприємства адекватно оцінюють курсові ризики та готові до потенційно суттєвих коливань обмінного курсу...». Зайве запитувати, як до такої тези поставиться суспільство, котре щойно пережило трикратне знецінення своєї валюти. Це є черговим свідченням відірваності політики НБУ від реальності.

У передостанньому абзаці розділу 2 (де йдеться про «монетарне таргетування») вкотре констатується залежність Національного банку від МВФ. До того ж, використовуються такі формулювання, як «згідно з домовленостями з МВФ» і «перехід (...) до консультацій з МВФ» (очевидно йдеться про певний стандартний формат стосунків з МВФ). Яке це має відношення до декларованої у розділі 6 незалежності Національного банку та до стратегії монетарної політики у принципі – невідомо.

**Щодо розділу 4. Основні елементи нової системи.** У першому блоці розділу 4 (як і у розділі «Стратегія грошово-кредитної політики: головне») представлено річну розбивку інфляційних цілей. Така деталізація вбачається зайвою. Оптимальніше було б у стратегічному документі на перехідний період вказати кінцеву ціль, а в Основних засадах встановлювати орієнтири на кожен окремий рік.

Другий блок розділу 4 потребує детальнішого розгляду. Перше, що впадає в око, це відсутність в описі інструментів монетарної політики поняття операцій на відкритому ринку. Це породжує проблеми з класифікацією інструментів та плутанину у визначеннях. До прикладу, ключову процентну ставку визначено як «процентну ставку за операціями регулювання ліквідності, які мають найбільший вплив на стан грошово-кредитного ринку», а на сьогодні основними операціями (з точки зору обсягів розміщення) є депозитні сертифікати НБУ овернайт. Тобто, за логікою авторів пропозицій, ключовою ставкою треба вважати ставку за депозитними сертифікатами овернайт. Навряд чи саме це малося на увазі.

<sup>18</sup> [https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140605\\_2.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140605_2.en.html)

<sup>19</sup> [https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr160310\\_1.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr160310_1.en.html)

<sup>20</sup> <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/omt/html/index.en.html>

<sup>21</sup> <http://www.bankofengland.co.uk/markets/Pages/FLS/default.aspx>

<http://www.bankofengland.co.uk/markets/Pages/apf/default.aspx>

Бажання Правління НБУ знівелювати різницю між операціями відкритого ринку (з ініціативи Національного банку) та операціями постійного доступу (з ініціативи банків) дає підстави запідозрити його у свідомому маніпулюванні поняттями і бажанні відмежуватися від ініціативи в управлінні ліквідністю, відтак уникнути відповідальності за прийняття рішень.

На думку Правління НБУ, метою застосування *операцій тонкого налаштування* і (що особливо дивно) *структурних операцій регулювання ліквідності* є не досягнення оптимального з точки зору НБУ рівня ліквідності на ринку (як це мало би бути), а «допомога його учасникам в управлінні ліквідністю».

Досить несподіваною є і теза про те, що з часом відбуватиметься відхід від застосування *обов'язкового резервування* «з метою трансмісії грошово-кредитної політики». Деякі центральні банки (наприклад, Банк Канади) дійсно відмовились від цього інструменту, однак більшість з них усе ще використовує обов'язкові резерви (зокрема центральні банки Єврозони). Складно собі уявити, що фінансовий сектор України до 2020 р. розвинеться до такого рівня, щоб можна було говорити про відмову від застосування обов'язкового резервування.

Далі мова йде про те, що «Правління Національного банку прийматиме рішення щодо рівня ключової процентної ставки на регулярних і заздалегідь оголошених засіданнях (після обговорення на Комітеті з монетарної політики)». По-перше, Комітет з монетарної політики має сумнівний статус (створений рішенням Правління), виконує лише дорадчі функції і навіряд чи заслуговує на згадку у стратегічному документі. По-друге (і це значно важливіше), якщо абстрагуватися від положень статті 15 закону про НБУ, то рішення щодо рівня ключової процентної ставки як основного інструменту монетарної політики мало б ухвалюватися Радою НБУ. Саме такий підхід використовується у практиці центральних банків різних країн, зокрема у згадуваному вище Національному банку Польщі<sup>22</sup>.

**Розділи 5 і 6** практично позбавлені смислового навантаження, хибують на стилістичні вади та вкотре нівелюють роль Ради НБУ.

**Розділ 7** присутній лише у Пропозиціях стосовно розроблення Основних засад грошово-кредитної політики **на 2017 рік** та середньострокової перспективу. У першому абзаці розділу йдеться про те, що «основним драйвером зростання (у 2017 р.) буде відносно високий внутрішній попит». Проте, таке припущення досить складно узгоджується із зобов'язанням НБУ утримувати облікову ставку (котра наразі відповідає ставці за двотижневими депозитними сертифікатами) додатною у реальному вимірі, взяте в рамках програми співпраці з МВФ.

Далі констатується, що «у 2017 році зростання внутрішнього попиту підтримуватиме подальше розширення дефіциту поточного рахунку...». Хоча у

програмному документі НБУ суспільство, напевно, хотіло б почути про наміри регулятора у якийсь спосіб сприяти розвитку вітчизняного виробництва.

У другому абзаці підрозділу «*Пріоритети грошово-кредитної політики*» мова йде про те, що «за умов достатньої контрольованості інфляційних процесів Національний банк поступово пом'якшуватиме грошово-кредитну політику, що сприятиме зниженню вартості кредитних ресурсів і підтримуватиме економічне зростання». Тобто, опосередковано Правління НБУ визнає, що високі ставки за кредитами та рецесія в економіці є наслідком жорсткої монетарної політики. Водночас, змінювати умови пропонується «поступово», а межі ймовірного пом'якшення, як зазначалося вище, окреслені зобов'язаннями за програмою з МВФ.

У першому абзаці підрозділу «*Ризики й альтернативні сценарії грошово-кредитної політики*» на перше місце серед ключових факторів для стримування інфляції виноситься «зовнішня підтримка реформ». Іншими словами, Правління НБУ у стратегічному документі пропонує визнати, що Україна є заручником прихильного ставлення МВФ, а Національний банк є безпорадний.

**Підсумовуючи** слід зазначити, що обидва документи містять ще низку різного роду недовірностей, проте й наведених зауважень достатньо для того, щоб дійти висновку, що **пропо-**

<sup>22</sup> [http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/polityka\\_pieniezna/rada.html](http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/polityka_pieniezna/rada.html)

зії Правління НБУ не відповідають викликам часу і є суперечливими з професійної точки зору.

Правління НБУ цілковито ігнорує ситуацію у реальному секторі та йде врозріз світовим тенденціям у баченні ролі центрального банку в економіці країни. Водночас ряд провідних учених та експертів у галузі макроекономіки і фінансів (серед яких А. Гальчинський, А. Гриценко, С. Кораблін, С. Шумська, М. Савлук та інші) застерігають від некритичного перенесення «класичних» методів інфляційного таргетування на українські реалії<sup>23</sup>.

Таким чином, перехід до режиму інфляційного таргетування (принаймні у запропонованому варіанті) вбачається, як мінімум, передчасним і таким, що може призвести до ще більших втрат для української економіки.

З огляду на кризовий стан української економіки, а також враховуючи світовий досвід подолання рецесії, слід наголосити, що сприяння економічному зростанню має бути невід'ємною складовою стратегії монетарної політики Національного банку України. Більше того, за пріоритетністю цей напрям у найближчій перспективі не повинен поступати цілям щодо інфляції.

---

### **3.7. РЕКОМЕНДАЦІЇ ЩОДО РОЗРОБЛЕННЯ ОСНОВНИХ ЗАСАД ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ НА 2017 Р.**

---

Засади на 2017 р. повинні враховувати кризові умови, в яких продовжує перебувати економіка України та банківська система, суверенні рейтинги країни залишаються низькими та межують на рівні дефолту. Жорсткі адміністративні обмеження з боку НБУ на валютному, кредитному, процентному та інших сегментах, недовісті головної процентної ставки – облікової ставки (як орієнтира щодо вартості грошових коштів) тощо, свідчать про те, що центральний банк вийшов за межі класичного інфляційного таргетування (політика де-юре) і фактично проводить монетарну політику мультитаргетування (політика де-факто).

Радою потрібно визначити у якому значенні оцінюється термін «стабільність» грошової одиниці України і за якої величини його відхилення вважається не виконання основної конституційної функції з боку НБУ.

---

### **3.8. ВПЛИВ СПІВПРАЦІ УКРАЇНИ ТА МВФ НА ФОРМУВАННЯ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ**

---

Багаторічна співпраця України з МВФ спрямована на забезпечення стабільності у монетарній сфері і включає комплекс заходів фінансового та консультативного характеру. МВФ не лише надає фінансову допомогу у вигляді кредитних програм, але й у рамках співпраці надає рекомендації, які враховуються у формуванні економічної і соціальної політики держави, зокрема – при формуванні Основних засад грошово-кредитної політики та технічну допомогу із запровадження нових інструментів монетарного регулювання, таких, як таргетування інфляції.

Рецепт класичної стабілізаційної програми, запропонований Україні МВФ у 1990-х рр. базувався на використанні усіх можливостей щодо обмеження зростання грошової маси, і як результат, сукупного попиту, для відновлення макроекономічної рівноваги. Свого часу такий підхід розроблювався для країн, що розвиваються, у першу чергу – для країн Латинської Америки, де, як і у США, роль держави в управлінні економікою невелика. Перед цими країнами стояла задача виходу на світовий ринок та участі в міжнародному розподілі праці, хоча їх економіка могла існувати самостійно й забезпечувати внутрішні потреби у товарах першої необхідності.

---

<sup>23</sup> Кричевська Т. Монетарна політика як елемент суспільного договору: логіко-історичний аналіз// Економіст. – 2016. – №5. – С. 4-11.

Основними інструментами реалізації такої політики є обмеження, а згодом і ліквідація бюджетного дефіциту, різке скорочення обсягів грошової маси за рахунок відставання темпів зростання економіки. Досвід застосування подібних програм свідчить, що не існує стандартного набору інструментів та методів їх реалізації, що це залежить від конкретних економічних та політичних умов тієї або іншої країни. Проте більшість розвинених країн, починаючи з США часів Великої депресії, виходили з кризи, використовуючи політику грошово-кредитної експансії. Зокрема, зростання державних витрат на розвиток перспективних галузей (наприклад, автомобілебудування у США) і підтримання соціально незахищених груп населення. Поступове зростання грошової бази покращує фінансові можливості держави, підвищує попит на товари та послуги і зменшує кредитні ставки, що, у свою чергу, активізує торгівлю та виробництво. Зростання грошової бази нейтралізується випуском державних цінних паперів та позиками на зовнішньому ринку. Такі заходи призводять до збільшення державного боргу й бюджетного дефіциту, зростання цін. При цьому важливим є збереження більш високих порівняно з рівнем інфляції процентних ставок.

Після жорстких монетарних обмежень 1990-х рр. з метою подолання доларизації економіки та створення сприятливих умов для забезпечення економічного зростання з початку 2000-х рр. було розпочато рух у сторону кількісного пом'якшення у грошово-кредитному регулюванні. Серед інших заходів особливе місце посідає зміщення цільових орієнтирів грошово-кредитної політики та запровадження інфляційного таргетування. МВФ при цьому забезпечив суттєву технічну допомогу. У Національному банку України зазначають, що «у дослідженні "Перехід до інфляційного таргетування (ІТ) та підвищення ефективності грошово-кредитної політики" Памела Мадрид, старший економіст Європейського департаменту Міжнародного валютного фонду, та Іван Луїс де Олівейра Ліма, старший експерт з фінансового сектору Департаменту монетарної політики та ринків капіталу МВФ, відзначили, що, незважаючи на гарний початковий успіх нової монетарної політики НБУ у приборканні інфляції, інфляційні очікування все ще все ще є вищими минулорічних цільових показників через низку слабкостей, які стримують покращення очікувань»<sup>24</sup>.

П. Мадрид зазначає, що Україна вже певний час готувалася до інфляційного таргетування, хоча, протягом багатьох років, його прийняття стримувалося страхом перед режимом плаваючого курсу. Технічна допомога МВФ з оцінки передумов для запровадження інфляційного таргетування була вперше надана в 2004 році. У 2005–06 рр., за технічної допомоги МВФ, НБУ розробив план заходів для переходу до інфляційного таргетування. У той час, експерти фонду рекомендували здійснити низку кроків для зміщення передумов з метою успішного запровадження інфляційного таргетування, а саме, роз'яснення мандату щодо цінової стабільності НБУ, запровадження короткострокової облікової ставки для монетарних операцій і подальший розвиток фінансового ринку. За результатами консультацій у 2008 р. повідомлялося, що НБУ вважав для себе можливим виконання умов інфляційного таргетування, проте його непокоїли виклики, пов'язані з ефективністю монетарної політики внаслідок відкритої структури економіки, низького рівня розвитку фінансового ринку та високих регульованих цін. Таким чином, не було часового діапазону для прийняття ключових рішень щодо політики переходу до більш гнучкого валютного курсу. Таким чином, для програм 2008 та 2010 рр., перехід до інфляційного таргетування був частиною середньострокових цілей, щоби дати час для поліпшення умов для поступового переходу до гнучкого валютного курсу. У зв'язку з цим, важливою реформою тоді було визначення мандату стабільності цін пріоритетним завданням (поправка до Закону про НБУ, яка визначала цінову стабільність як попередній захід Угоди «стенд-бай» 2010 р.). Проте, до 2014 р. валютний курс залишався ефективно прив'язаним до долара, а макрофінансова незбалансованість погіршувалася<sup>25</sup>.

Тому запровадження інфляційного таргетування було перенесено до виконання основних умов (табл. 3.1).

<sup>24</sup> <https://www.facebook.com/NationalBankOfUkraine/posts/1876083739272456>

<sup>25</sup> Перехід до інфляційного таргетування (ІТ) та підвищення ефективності грошово-кредитної політики. – Електронний ресурс. Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=47783018>

**ТИПОВІ ПЕРЕДУМОВИ (БАЗИСНІ ЕЛЕМЕНТИ) ТА ОБОВ'ЯЗКОВІ УМОВИ  
ДЛЯ УСПІШНОГО ЗАПРОВАДЖЕННЯ ІНФЛЯЦІЙНОГО ТАРГЕТУВАННЯ<sup>26</sup>**

|                                                          |                                                                                                                                                                                                                                                                       |
|----------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Інституційна незалежність центрального банку             | Центральний банк повинен мати повну юридичну автономію (з чітким мандатом дій щодо цінової стабільності) та бути вільним від фіскального домінування та/або політичних тисків, які можуть суперечити інфляційним цілям                                                |
| Добре розвинутий аналітичний потенціал та інфраструктура | Вимоги щодо даних для інфляційного таргетування є більш суворими, ніж для альтернативних режимів, і керівництво, яке займається монетарними питаннями, повинно мати добре розвинуту спроможність для прогнозування інфляції та мати гарне розуміння каналу трансмісії |
| Сприятлива економічна структура                          | Інфляційне таргетування вимагає, щоб ціни були повністю дерегульовані, щоб економіка не була надмірно чутливою до цін на товари та валютний курс, і, щоб рівень доларизації був мінімальним                                                                           |
| Здорова фінансова система                                | Для мінімізації потенційних конфліктів з цілями фінансової стабілізації та гарантування ефективної монетарної політики трансмісії, система повинна бути здоровою та розвинутою                                                                                        |

У серпні 2015 р., коли економічні та фінансові ринкові умови почали поліпшуватися, Правління НБУ запропонувало нові засади грошово-кредитної політики на 2016–20 рр., які передбачали цілі щодо зниження інфляції з 12 відсотків у 2016 р. до 5 відсотків з 2019 р., а також зобов'язання щодо гнучкого валютного курсу. У березні 2016 р. НБУ опублікував дорожню карту щодо запровадження інфляційного таргетування, яка передбачала поліпшені технічні обов'язкові умови та ключові елементи системи інфляційного таргетування. У жовтні 2016 р. НБУ опублікував стратегію валютних інтервенцій, зазначивши, що останні не означали таргетування рівня чи траєкторії валютного курсу, а були необхідні для побудови резервів, для плавної надлишкової волатильності, або ж для підтримки ефективності облікової ставки<sup>27</sup>. Коли Рада НБУ схвалила нові засади грошово-кредитної політики, НБУ офіційно прийняв режим інфляційного таргетування у грудні 2016 р.

Нині монетарна політика Нацбанку залежить від МВФ. У результаті відбувається демонетизація економіки, згортається міжбанківський валютний ринок і міжбанківський кредитний ринок, руйнується механізм грошово-кредитного мультиплікатора, констатує завідувач кафедри банківської справи фінансово-економічного факультету Київського національного економічного університету імені Вадима Гетьмана Станіслав Аржевітін<sup>28</sup>. Цьогоріч НБУ офіційно закріпив режим ІТ у меморандумі з МВФ. До речі, МВФ продовжує зараховувати Україну до режиму «таргетування монетарних агрегатів із перехідним валютним курсом», іншими словами, до режиму «стабілізаційного курсу». Де-факто Нацбанк, перейшовши до режиму інфляційного таргетування, запровадив плаваючий валютний курс і спробував перейти до активної процентної політики. Про це йдеться у Дорожній карті з інфляційного таргетування, яка прийнята правлінням НБУ у березні 2016 р.. Насправді для задоволення бюджетних потреб Мінфіну Нацбанк намагається утримати курс у домовленій зоні доцільності, а це фактично неформальна мета зі стабілізації валютного курсу гривні, констатує Станіслав Аржевітін. Фактично на практиці Нацбанк реалізовує режим, який відповідає критерію «таргетування монетарних агрегатів із керованим валютним курсом». Адже МВФ контролює в Україні цільові агрегати — чисті внутрішні активи, грошову базу, чисті міжнародні резерви.

Міжнародний валютний фонд у рамках поточної стабілізаційної програми продовжує контролювати щоквартальні кількісні критерії ефективності за чистими міжнародними резервами (ЧМР) та чистими внутрішніми активами (ЧВА), які в сумі складають монетарну базу. Це здійснюється за формулою: чисті внутрішні активи Нацбанку = грошова база мінус чисті міжнародні резерви. Як вважає МВФ, саме дотримання цих завдань Нацбанком дозволить

<sup>26</sup> Там само. — С. 39.

<sup>27</sup> Там само. — С. 40.

<sup>28</sup> Монетарна політика України — джерело зростання? — Електронний ресурс. Режим доступу: <http://www.dua.com.ua/-economy/item/3150-monetarna-politika-ukrajini-dzherelo-zrostantnya.html>

стабілізувати валютний курс і контролювати відповідний рівень інфляції. Формула по суті правильна, каже Станіслав Аржевітін. Грошова база має дорівнювати чистим внутрішнім активам + чистим міжнародним резервам. З одного боку, зменшення обсягу чистих валютних резервів тягне за собою необхідність адекватного скорочення обсягу базових грошей.

Співпраця України з МВФ у 2015–17 рр. передбачає виконання завдань програми, що розроблена і реалізується в рамках угоди з МВФ про Механізм розширеного фінансування (EFF). У Листі про наміри від 2 березня 2017 р. зазначено, що реалізація політики та запровадження реформ за підтримки програми в межах Механізму розширеного фінансування (EFF) дозволила вивести економіку з глибокої рецесії<sup>29</sup>. Зокрема у листі зазначається, що економіка України відновлюється, рівень інфляції знизився, обсяг офіційних резервів збільшився, а фінансова система зміцнюється. Проте, перед економікою і надалі стоять значні виклики, зокрема, незадовільно низький рівень зростання; зavelикий обсяг державного боргу, неподолана корупція та великий і неефективний державний сектор. Завданням на майбутнє є, зокрема, досягнення довготривалого, потужного та інклюзивного зростання, що виведе Україну на один рівень з іншими подібними країнами в регіоні.

У Меморандумі про економічну і фінансову політику, який додається до Листа про наміри від 2 березня 2017 р., щодо грошово-кредитної політики визначено: **«Грошово-кредитна політика й надалі буде спрямована на досягнення цілей в рамках програми НБУ з таргетування інфляції»**. Основні засади грошово-кредитної політики на 2017 рік та середньострокову перспективу, ухвалені Радою Національного банку України в грудні 2016 р., передбачають встановлення цільових показників інфляції на рівні 8, та 5 відсотків в 2017, 2018 та 2019 рр. відповідно. Ці Засади також визначають основні принципи нашої монетарної політики, яких НБУ буде твердо дотримуватися, включаючи пріоритет по досягненню стабільності цін, підтримання гнучкого валютного курсу, забезпечення незалежності Національного банку України та прозорості його діяльності. Виходячи з цього, Національний банк України матиме за мету накопичення міжнародних резервів відповідно до нашої програми з МВФ з подальшим поступовим послабленням валютних обмежень (див. нижче). НБУ надалі посилюватиме систему інфляційного таргетування, за технічної допомоги МВФ, у тому числі шляхом поліпшення прогнозування ліквідності і переходу до більш активного управління ліквідністю з метою сприяння розвитку міжбанківського ринку, а також шляхом подальшого вдосконалення системи комунікацій, підзвітності та макроекономічного моделювання. Досягнення цільових показників інфляції допоможе підвищити довіру, розширити інвестиційні горизонти, знизити інфляційні очікування і зміцнити механізм монетарної трансмісії.

**Грошово-кредитна політика залишатиметься достатньо жорсткою для досягнення цих цілей.** З огляду на все ще завищені інфляційні очікування та ризики для перспектив, ми поступово послаблюватимемо умови нашої грошово-кредитної політики по мірі зниження інфляції, зменшення ризиків та досягнення цільових показників щодо резервів, зберігаючи облікову ставку відповідним чином позитивною в реальному вимірі. У випадку несподіваних шоків, які загрожуватимуть досягненню цільових показників інфляції, ми застосовуватимемо облікову ставку та інші інструменти для приведення інфляції у відповідність до наших цільових показників в межах обгрунтованого горизонту прогнозування»<sup>30</sup>.

Голова МВФ Крістін Лагард вважає, що грошово-кредитна політика найефективніша, коли супроводжується структурними реформами<sup>31</sup>. Після відвідин України у травні 2017 р. керівник місії Рон ван Рооден зазначив, що структурні реформи, як і раніше, мають вирішальне значення для нашої країни<sup>32</sup>.

<sup>29</sup> Лист про наміри та Меморандум про економічну та фінансову політику, 02 березня 2017 року. – Електронний ресурс. Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=46564506>

<sup>30</sup> Лист про наміри та Меморандум про економічну та фінансову політику, 02 березня 2017 року. – Електронний ресурс. Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=46564506>

<sup>31</sup> Глава МВФ: Не стоїть злишком увчакяться монетарної політикой. – Електронний ресурс. Режим доступу: <http://finance.bigmir.net/news/68335-Glava-MVF--Ne-stoit-slishkom-uvlekat-sja-monetarnoj-politikoj>

<sup>32</sup> МВФ уехал, условия остались: экономика Украины ждет реформы. – Електронний ресурс. Режим доступу: <http://finance.bigmir.net/news/82993-MVF-uehal--usloviya-ostalis---ekonomiku-Ukrainy-zhdut-reformy>

## Розділ 4

### РОЗДІЛ 4 ГРОМАДСЬКЕ ОБГОВОРЕННЯ ОСНОВНИХ ЗАСАД ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ НА 2017 Р. І НА СЕРЕДНЬОСТРОКОВУ ПЕРСПЕКТИВУ



1 грудня 2016 р. відбулося перше засідання Громадської колегії Ради Національного банку України (далі – Громадська колегія), на якому головна увага була приділена обговоренню проекту Основних засад грошово-кредитної політики на 2017 рік. Також на засіданні розглядалися установчі, організаційні та кадрові питання Громадської колегії.



Відкриваючи перше засідання Громадської колегії, Голова Ради Національного банку України Богдан Данилишин зауважив: "Старт обговоренню найважливішого монетарного документа покладений. Для нас, для Ради Національного банку важлива думка кожного з вас. Прошу уважно опрацювати проект Основних засад грошово-кредитної політики на 2017 рік і подати до нашого офісу свої пропозиції. Ми обов'язково врахуємо думку професійної громадськості, оскільки наші рішення мають бути зрозумілими суспільству"[1]. У свою чергу

члени Громадської колегії домовилися за два тижні подати до Ради Національного банку України узгоджені зауваження та пропозиції до проекту Основних засад грошово-кредитної політики.

Учасників засідання Громадської колегії привітав перший заступник Голови Національного банку України Яків Смолій. Він відзначив, що "розпочався новий етап у роботі Національного банку України: працювала Рада Національного банку України, сьогодні розпочала роботу Громадська колегія. Ми разом розпочинаємо обговорювати Основні засади грошово-кредитної політики на 2017 рік. Безумовно нам важлива ваша думка про майбутнє монетарної політики Національного банку".[1]

Громадська колегія Ради Національного банку України є постійно діючим колегіальним консультативно-дорадчим органом, створеним для забезпечення діалогу з громадськістю під час вирішення питань щодо забезпечення стабільності банківської системи та стійкості грошової одиниці, захисту прав та інтересів споживачів фінансових послуг і подання Раді Національного банку України пропозицій щодо виконання нею своїх зобов'язань. Громадська колегія була утворена як правонаступник Громадської ради Національного банку України, проте з розширеними повноваженнями. Головою Громадської колегії став Станіслав Аржевітін, який раніше очолював Громадську раду Національного банку України.

У засіданні взяли участь Голова Ради Національного банку України Богдан Данилишин та член Ради Національного банку Василь Фурман.

---

#### 4.1 ОБГОВОРЕННЯ ОСНОВНИХ ЗАСАД ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ

---



*Фурман Василь Миколайович (докт. екон. наук, професор, член Ради НБУ)*

➤ Результативність грошово-кредитної політики буде невисокою, якою б ідеальною вона не була, якщо не буде ефективної економічної політики. Наша держава переживає зараз економічну кризу, яка стосується усіх аспектів суспільного життя, але особливо вона проявляється у грошово-кредитній політиці. Від грошово-кредитної політики буде залежати і цінова, і фінансова стабільність, і стабільність грошової одиниці, і стабільність банківської системи, і відновлення довіри до банківської системи, і однозначне економічне зростання.

➤ Рада НБУ зараз активно працює над розробкою Основних засад грошово-кредитної політики на 2017 рік і на середньострокову перспективу. Рада НБУ налаштована на конструктивний діалог з громадськістю, науковцями, практиками, Громадською колегією Ради НБУ, Верховною Радою України і Правлінням НБУ.

- Рада НБУ хотіла б отримати бачення наукової спільноти з наступних питань:
  - які головні цілі повинен ставити перед собою Національний банк на 2017 рік та середньострокову перспективу?
  - Які ключові механізми та інструментарій повинен обрати Національний банк для реалізації цих цілей?
  - Якою повинна бути роль Національного банку в економічних процесах: як сприяти економічному зростанню?
  - Якою має бути валютно-курсова політика?
  - Як забезпечити в сьогоdnішніх умовах стабільність грошової одиниці?
  - Який оптимальний рівень інфляції в умовах сучасних макроекономічних дисбалансів на 2017 рік та середньострокову перспективу?
- Робити крайнім Національний банк в провалах економічної політики за останні два роки не є правильним. Вкрай важливо знайти шлях для того, щоб розпочалося економічне зростання.



*Савлук Михайло Іванович (докт. екон. наук, професор, КНЕУ)*

Дав Експертну оцінку двох документів: Основних засад, розроблених Правлінням НБУ та Основних засад, розроблених групою фахівців КБС які по суті є альтернативними.

➤ Участь кафедри банківської справи у розробці Концепції Основних засад грошово-кредитної політики на 2017 рік на запит Колегії Громадської Ради при НБУ піднімає статус громадських організацій. Це революція в суспільних відносинах між владою і народом, і якщо влада цим скористується, то наше суспільство чекають значні успіхи.

➤ Центральний банк це не звичайне міністерство, це орган з величезним суспільним статусом, держава в державі. І відповідальність його повинна бути такою ж величезною, що охоплює всі сфери суспільного життя. Новій Раді НБУ потрібно було запропонувати більш радикальні зміни в монетарній політиці.

➤ Потрібно мати *два окремих документи*: 1) Основні засади грошово-кредитної політики на кожен рік; 2) Стратегію грошово-кредитної політики на середньострокову перспективу (хоча б на 3 роки). НБУ пропонує розробляти тільки стратегію і кожен рік відповідати за неї.

➤ Відхід від моноцільового до *біцільового таргетування*. Серед стратегічних цілей повинне бути економічне зростання і стримування інфляції. Без економічного зростання забезпечити стабільну гривню це – «колискова для суспільства». Як би не важливо було сьогодні стабільна гривня, для суспільства важливішим є високі прогресуючі динамічні темпи економічного зростання, за якого інфляція буде зменшуватись сама собою як продукт економічного зростання.

➤ Ситуація із можливостями Національного банку керувати валютним курсом вкрай обмежена, а тому курс аж ніяк не вільно плаваючий, він занадто обмежено плаваючий. Тому в Основних засадах грошово-кредитної політики слід зафіксувати, що курс не можливо відпустити у вільне плавання і НБУ буде всіляко його тримати з тим, щоб він не наробив дуже багато «пробоїв у нашому економічному судні». А коли ситуація покращиться - повернеться до ідеї вільного плавання. Це буде чесно, справедливо, вселить надію. Буде краща ситуація з девальваційними очікуваннями. Відпустити валютний курс слід повільно. Ми цього правила чомусь не дотримуємось.

➤ В Основних засадах грошово-кредитної політики має бути зафіксований показник реального ВВП, виходячи із оптимістичних прогнозів, - 4 %. Прогноз Національного банку в певній мірі носить директивний характер. Це ціль, на яку має працювати суспільство. Але це треба всім і пояснити, що Нацбанк обіцяє нам стабільну гривню при тому, якщо ми досягнемо реального ВВП в 4%. А якщо 2,5%, то це ми досягнемо і без Нацбанку, а з гривнею буде теж саме, що було і до цього часу.

➤ При плануванні рівня інфляції слід, в першу чергу, думати про бізнес, про економіку, тому що вона - у стратегічних цілях. Щодо споживачів, то слід індексувати доходи на інфляцію, поки економіка набереться сил.

➤ В Основних засадах грошово-кредитної політики слід перебачити розділ щодо розвитку попиту на гроші. Вся фахова сила Нацбанку і Міністерства економіки направлена на стримування пропозиції грошей, на контроль за цим. І ніхто не турбується про розвиток попиту. Якщо у нас попит від регулятивного впливу держави почне стрімко зростати, то проблема з інфляцією відпаде сама по собі. Ці гроші, які будуть направлятись в обіг, будуть акумулюватись в цьому обороті, не зриваючи ціни. Але це дуже складна проблема і вимагає економічного зростання.

➤ У випадку невиконання основної цілі Основних засадах грошово-кредитної політики на відповідний рік Голова Ради Національного банку ініціює питання щодо зменшення членам Правління Національного банку розміру матеріальної винагороди протягом наступного за звітним роком.



**Гриценко Андрій Андрійович** (член-кореспондент НАН України, заст. директора Інституту економіки та прогнозування НАН України. Майже 10 років роботи в аналітичному центрі Ради НБУ)

➤ Насправді ситуація з грошово-кредитною політикою дуже складна не тільки в Україні, але й у світі і нема достатніх теоретичних пояснень цього. Існує думка, що це тимчасове явище, але воно досить довго продовжується. Змінюються суттєві моменти самої економіки,

і для того щоб дати адекватну відповідь необхідно переосмислити все це. Нажаль ми намагаємося застосувати старі наші уявлення до вирішення нових проблем.

➤ Національний банк виходить з того, що потрібно переходити до таргетування інфляції. Таргетування інфляції має право на існування, але не може бути головною ціллю, тому що потрібні усталені пропорції, зв'язки між макроекономічними параметрами. Якщо ситуація не визначена, то таргетувати якусь ціль не можливо.

➤ Національний банк, відповідаючи за стабільність грошей має ставити перед собою *єдину ціль* – підтримання зростання економіки стабільними грошима. Це не повинно трактуватись як дві цілі. Ціль одна ціль, але в двох проявах.

➤ Перехід до інформаційно-мережевої економіки, міжнародна ситуація, відношення суспільства з природою і т. ін. говорять про зростання невизначеності. Тому потрібна стратегія, яка могла б працювати в умовах такої невизначеності.

➤ Інфляцію слід утримувати в межах 6 – 9% за умови щорічної девальвації 3–5% і обов'язкового збалансування з торговельним балансом. На 2017 рік — інфляція на рівні 10 + –2%.



**Шаров Олександр Михайлович** (докт. екон. наук, професор, НІСД)

➤ На таргетування інфляції можна переходити, але «басейн потрібно спочатку водою наповнити».

➤ Не можна покладати на Національний банк таку ціль як сприяння економічному росту, тому що це завдання уряду. Уряд повинен визначити: яке зростання економіки він може забезпечити і яка йому для цього потрібна інфляція. Монетарна влада не може впливати на інфляцію, яка породжена немонетарними факторами, які знаходяться під впливом уряду. Тому уряд повинен визначати цілі інфляційного таргетування.

➤ Інфляція повинна визначатись однозначним числом.

➤ В умовах відкритої економіки імпортована інфляція це дуже важливий елемент загальної інфляції. Тому вплив валютного курсу більший, ніж вплив ключової ставки, за допомогою якої НБУ збирається всім керувати.

➤ Щодо валютного курсу на рівні 25 +/-1, то гривня недооцінена. За логікою Національного банку за такої девальвації мають виникати стимули для експортерів. Але спрацьовує інший фактор, який є найголовнішим, це — не еластичний за ціною експорт. Існують

проблеми якості, стандартів, маркетингу, фінансування експорту тощо. Тому не заперечуючи важливість курсу, недоцільно робити з нього «номер перший» і обрушувати внутрішнє ціноутворення.



***Кораблі́н Сергій Олександрович*** (докт. ек. наук, професор, заст. директора Інституту економіки та прогнозування НАН України)

➤ Проект, наданий Правлінням НБУ, це – «монетарна стратегія упакована під видом Основних засад грошово-кредитної політики на 2017 рік».

➤ У документі такого роду обов'язково має бути розкрито майбутнє банківської системи України, особливо за відсутності аналізу того, що сталося з банками в Україні.

➤ Зняття чи пом'якшення валютних обмежень має відповідати можливостям і здатності Національного банку України виконувати свою основну мету без підпорок міжнародних фінансових організацій.

➤ Механізми та інструменти економічного зростання мають розроблятися спільно Нацбанком і Кабміном.

➤ Інфляційне таргетування ще в рамках постпрограмного оцінювання виконання програми стенд-бай 2014 року було визнано МВФ надмірно амбіційною задачею через слабкість банківської системи і ослаблені можливості тансмісійного механізму. На сьогодні вони не стали сильнішими, то й таргетування інфляції не на часі.



***Зрі́к Найман*** (відомий фінансовий аналітик, керівний партнер "Капітал таймс")

➤ Головна мета української економіки це – повернення рівня ВВП на душу населення (реального доларового) хоча б до рівня найбіднішої із країн ЄС. Така мета привела б і до низької інфляції, і до стабільної сильної гривні, і до економічного зростання.

➤ При визначенні мети монетарної політики слід враховувати три факти, що є характерними для розвитку економіки: 1) «Тільки сильна економіка має сильну національну валюту». В Україні усі інфляційні сплески – наслідок девальвації, недооцінена національна валюта, несправедливий курс; 2) «Різноманітна, диверсифікована, з великим експортним потенціалом економіка - багатша». Ми отримаємо бідну країну, якщо розвиватимемо монокультурну економіку, не ставитимемо пріоритетом зростання експорту; 3) «Чим менш розвинений фінансовий ринок, тим більший теневий ринок». В Україні і населення, і бізнес «тікають в тінь», збільшуючи долларизацію економіки.

➤ Тому Національний банк повинен: 1) враховувати не те, як він вплине на інфляцію, а як він вплине на економічне зростання, а точніше на рівень ВВП на душу населення; 2) разом із Кабміном повинен проводити політику імпортозаміщення і зростання експорту, економічної різноманітності та диверсифікованості в країні; 3) сприяти розвитку внутрішнього фінансового ринку, щоб гігантський доларовий потенціал, який знаходиться на руках, вийшов в економіку і почав її фінансувати.



*Прозоров Юрій Володимирович (Українське товариство фінансових аналітиків)*

«Можливо десь у 2020-2025 році за низького рівня інфляції і в новій монетарній реальності розроблений Правлінням НБУ проект «Основних засад грошово-кредитної політики на 2017 рік і середньострокову перспективу» і буде підходити для України», але зараз Раді Національного банку України необхідно розробити «Основні засади грошово-кредитної політики на 2017 рік» окремий самостійний документ.

Спираючись на ст. 99 Конституції Рада НБУ має впершу чергу встановлювати таргет для валютно-курсової стабільності, потім - таргет для цінової стабільності, а за умови її досягнення ставити за мету фінансову стабільність, у тому числі стабільність банківської системи. За досягнення цінової стабільності і стабільної банківської системи має ставитись мета економічного зростання. Мета грошово-кредитної політики має бути розгорнутою, триєдиною і ступінчатою.



*Лагутін Василь Дмитрович* завідувач кафедри економічної теорії та конкурентної політики, доктор економічних наук, професор КНТЕУ

Як фахівець у сфері координації монетарної та фінансової політики, переконаний, що монетарну політику слід розглядати, як складову економічної політики держави. З точки зору розвитку, визначальним є стан економіки, тоді як, можливості монетарної політики - обмежені. Більшість каналів трансмісійного механізму зашлаковані і не працюють.

Вітчизняній економіці потрібні не гроші НБУ, а інвестиції.

Українська економіка, певно, може виробляти багато продукції, але як її реалізовувати? На сьогодні, внутрішній ринок сильно звужений, а зовнішній – надіємося, у майбутньому, поліпшиться. В минулому вітчизняна економіка зростала виключно за рахунок поліпшення кон'юнктури зовнішнього ринку. Внутрішні потуги вкрай обмежені. Тому слід ставити реальні завдання.

Проблеми, які слід вирішувати:

- 1) Антикорупційна складова.
- 2) Має бути наголос на недискреційній політиці. НБУ має вплив лише на фінансовий ринок: рефінансування та кредитний ринок. І тут слід забезпечити прозорість, ліквідність, відкритість.
- 3) Зниження частки готівки, як антикорупційна складова.
- 4) Прибуток НБУ. Слід досліджувати його походження і суми перерахування до бюджету
- 5) Слід розрахувати ефективність монетарної політики.



*Петренко Артем*, Радник голови Комітету Верховної Ради з питань фінансової політики і банківської діяльності

Дуже важливо донести інтелект в розвиток нашої країни. Ситуація, коли Україна в топі лузерів — є неприйнятною для патріотів, тому ми маємо розробити Стратегію розвитку банківської системи, щоб зупинити тренд зубожіння і технічного занепаду.

Ми залежні від сировинного статусу, тому ціллу суспільства має бути не лише економічне зростання, а й технологічний розвиток.

Економічний розвиток є законодавчими цілями центробанків в інших країнах, і це не є протиріччям. Цілі і інструменти монетарної політики мають бути націлені на досягнення прагнень суспільства до розвитку.

Якщо ми матимемо потужне високотехнологічне виробництво і захопимо міжнародних ринків, відповідно, і центробанку буде простіше виконувати таргети.

Стратегічні документи мають писатися і обговорюватися з інтелектом нації.



**Шумило Ігор**, экс-заступник Голови Правління НБУ

Соромно за якість документу, як бувшому працівникові НБУ: той же самий набір декларацій, ті ж самі фрази, як в усіх попередніх документах з 2005 року.

Питання Прозорості діяльності Ради та Правління НБУ. Хочу, щоб Рада опублікувала: Хто проголосував «за», хто «проти»; їхня аргументація, виступи.

Документ, внесений Правлінням не може бути затверджений без серйозних правок і обговорень. В цьому документі немає жодного аналізу, немає чітких цілей (є множинність цілей, ніби по інфляції, але, згідно з Меморандумом з МВФ, по міжнародній позиції), не вказано, як будуть розвиватися інструменти трансмісії і ін.



**Козюк Віктор Валерійович** (докт. екон. наук, професор, член Ради НБУ)

Я також виступаю за два документи: Стратегічний план (де визначається монетарний режим) і Основні засади монетарної політики на поточний рік (який би уточнював імплементацію цього режиму), але конституційні обмеження все поставили на свої місця. Тому розроблений документ-компромісний варіант.

Є вже другий варіант Основних засад. Можливо ви поки працюєте з першим варіантом, але ми вже - з другим.



*Зимовець Владислав Вікторович, завідувач відділу фінансів реального сектору Державної установи "Інститут економіки та прогнозування НАН України"*

Згідно Закону, Основні засади монетарної політики можуть бути прийняті лише на основі Закону про Державний бюджет. Нічого не сказано про ризики.

Україна потрапила в штипор: Витрати на обслуговування державного боргу в абсолютному обсязі є більшими, ніж темпи зростання ВВП в абсолютному вимірі. Тобто, ми скочуємося в боргову яму і державний борг зростатиме об'єктивно.

Монетарна політика не є самостійною, вона є залежною від фіскальної політики Уряду, оскільки основні нестабільні диспропорції формує саме фіскальна політика.

Темпи інфляції в 5% є необґрунтовані.

Зростання державного боргу завжди призводить до зростання інфляції, незалежно від зростання маси грошей.

Без затвердження Плану доходів і витрат та Балансу НБУ не можна зрозуміти, яким чином буде проводитися монетарна політика в напрямку рефінансування, державних депозичень, валютні резерви, ін.

Питання довіри суспільства до НБУ. Суспільство хотіло б почути куди зникли кошти проблемних банків, визнаних НБУ неплатоспроможними, активи яких близько 450 млрд.грн. Фонд гарантування вкладів фізичних осіб заявив про ймовірне повернення 7 млрд.грн. це всього 1,7% від загальної суми. Це неправда, що там -лише погані кредити.

Слід професійно працювати. Бо непрофесійна інституційна неспроможність системи забезпечити фінансову стабільність, підірвала довіру до фінансової системи.

Бізнес чекає повернення цих коштів! Насьогодні, ризик втрати коштів в банківській системі 50:50, відповідно, - високі процентні ставки.

І заяви НБУ про подальше «очищення» банківської системи, бізнес розуміє, як втрати останніх коштів і останнього капіталу. Тому буде висока офшоризація і використання готівки.

Бажано, щоб в Основах монетарної політики, суспільство почуло про повернення цих коштів.



**Богдан Тетяна Петрівна** (д.е.н., науковий співробітник ДУ "Інститут економіки та прогнозування НАН України")

Хочу зупинитися на питаннях гнучкого або змішаного інфляційного таргетування. До Основних засад варто було б внести погодження про гнучкі інфляційне таргетування, в рамках якого буде реалізовано політику керованого плавання обмінного курсу. При цьому, інструментарій грошово-кредитної політики має спрямовуватися як на дотримання цілей по інфляції, так і на запобігання знецінення національної валюти.

Україна є малою відкритою економікою, грошово-кредитна система якої залежить від ситуації на міжнародних ринках. У 2017 році і надалі на вітчизняну економіку впливатимуть наступні чинники:

1) Слабка динаміка економічного зростання у розвинутих країнах (за прогнозами МВФ на 2017 рік 1,6%) і висока – у країнах, що розвиваються (понад 7%); відповідно, можливе збільшення експорту України.

2) Утримання низького рівня світових цін на сировину на фоні девальвації долара США і охолодження економіки Китаю; це безпосередньо впливає на експортні надходження валюти до України.

3) Очікування підвищення процентних ставок в США і накопичення проблем в банківських системах розвинених країн в умовах проведення політики низьких і від'ємних відсоткових ставок, що негативно впливатиме на надходження іноземного капіталу до країн, що розвиваються, України у т.ч. Очікуємо лише незначного збільшення профіциту фінансового рахунку.

Отже, важко очікувати зниження доларизації економіки України. Інфляційне таргетування в умовах високої доларизації має свою специфіку. Зовнішні шоки закінчуються значними стрибками попиту на іноземну валюту.

Економічні суб'єкти в Україні накопичили іноземної валюти (готівка і депозити) в сумі понад 84 млрд.дол.США, тоді, як національної валюти в еквіваленті - 37 млрд.дол.США, тобто перевищення іноземної валюти над національною складає 2, 2 рази.

Управління валютним курсом підвищує ефективність режиму інфляційного таргетування. Отже, використання режиму змішаного або гнучкого інфляційного таргетування є доцільним.



**Савченко Тарас Григорович**, (докт.економічних наук, Сумський державний університет, завідувач кафедри)

Підсумовуючи, дискусія була на найвищому фаховому рівні, проте кожен з корифеїв потрапляв в когнітивну пастку, виходячи з власних постулатів, які вже давно опубліковані і визнані. Вони говорили про один і той самий процес, але з різних аспектів. Це звужує поле для компромісу і комунікацій, а ми маємо бути комунікатором між суспільством і Радою та Правлінням НБУ.

Всі економічні процеси - це реакція і поведінка індивідів, тому довіра і прозорість є ключовим питанням. Рівень довіри суспільства до банківської системи – 10%. І якщо сигнали, згенеровані керівництвом НБУ не будуть сприйняті суспільством, то усі наші теоретичні конструкції будуть марними.

Рекомендації: 1) з тактичного боку: частину прибутку НБУ направити на комунікацію з непрофесійним середовищем, з широкими масами; 2) в стратегічному плані: зв'язок між фундаментальними параметрами і інструментами мають опиратися на Правила. Поки що в Україні вони не працюють. Але на перспективу слід розробляти ці Правила. Адже лише Правила показують механізм зв'язку між макроекономічними параметрами і ключовими монетарними інструментами.



**Майорова Тетяна Володимирівна**, д.е.н, проф, завідувач кафедри інвестицій КНЕУ

У кінці підрозділу «Стратегічні цілі грошово-кредитної політики» варто було б додати наступний абзац.

Стратегічні цілі грошово-кредитної політики відповідають пріоритетам загальнодержавної стратегії соціально-економічного розвитку країни та взаємоузгоджені із державною бюджетною та фінансовою політикою при розробці Державного бюджету та плану дій Уряду на 2017.



*Аржевітін Станіслав Михайлович (докт. екон. наук, завідувач кафедри банківської справи КНЕУ ім.В.Гетьмана)*

Рішення. 1.Важати незадовільними і відхилити Пропозиції щодо вдосконалення монетарної політики, розроблені Правлінням НБУ.

Громадська Колегія є консультативно-дорадчим органом при Раді НБУ і згідно, пункту 1 нового Положення, затвердженого Радою НБУ, має приймати участь в розробці Основних засад монетарної політики.

2. Створити робочу групу щодо подальшого вдосконалення Основних засад монетарної політики.

---

#### **4.2. ПРОПОЗИЦІЇ ЩОДО ПОДАЛЬНОГО ВДОСКОНАЛЕННЯ ОСНОВНИХ ЗАСАД ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ НА 2017 РІК, ЯКІ НАДАНІ НАУКОВО-ПРОФЕСІЙНОЮ ГРОМАДСЬКІСТЮ**

---

**АРЖЕВІТІН С.М.**

д.е.н., завідувач кафедри банківської справи ДВНЗ «КНЕУ ім. В. Гетьмана», голова Громадської ради при НБУ

#### **МОНЕТАРНЕ СТИМУЛЮВАННЯ ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ**

Масмо невдалу (неадекватну економічним реаліям) монетарну політику, розбалансований грошово-кредитний ринок, розбалансовану банківську систему. До цього додати розбалансованість державних фінансів, суцільну недовіру до державних реформ, національної валюти, банків. Усе це не вможливило здійснення стимулюючої ролі оздоровлення економіки України через монетарно-банківську індустрію.

Тема сьогоднішньої дискусії – шляхи наповнення реального сектору економіки грошовими ресурсами через монетарне стимулювання.

*Яка монетарна політика це повинна здійснювати?*

У нашій країні фактично діють два монетарні режими: один де-юре, інший де-факто. **Де-юре:** НБУ з 2014 р. оголосив про перехід до гнучкого офіційного курсу гривні та припинив його підтримку шляхом проведення валютних інтервенцій, здійснював широкомасштабне монетарне таргетування, а з 2015 р. оголосив перехід від монетарного таргетування до ін-

фляційного таргетування. **Де-факто:** НБУ перейшов до режиму інфляційного таргетування, тим самим запровадив плаваючий валютний курс і здійснив перехід до активної процентної політики через депозитні сертифікати НБУ. Між іншим, ні той, ні інший монетарний режим не передбачає збільшення монетизації економіки, тобто наповнення грошовим ресурсом економіки. В результаті ми маємо невтішну статистику по монетизації економіки, у країні панує голод на поповнення обігових (тим більше інвестиційних) коштів підприємств. У 2014 році при плані збільшення грошової маси (М3) на 28 процентів, факт склав -0,8 проц.; у 2015 р.: відповідно +27 і -0,8; перший квартал 2016 р. – мінус 10,6 %.

Крім того, з банківської системи третій рік поспіль відбувається відтік депозитів, вилучаються з процесу кредитування економіки десятки мільярдів через депозитні сертифікати НБУ, а це щомісячні (щорічні) залишки непонижаючі 60–70 млрд. А по обороту цифри перевищують розмір ВВП країни (майже до 3-х трильйонів). У цьому році тенденції зберігаються: залишки по депо сертифікатах не знижуються 60 млрд, а на коррахунках банків завжди лежить біля 100 млрд грн.

Ми маємо український феномен, народжений такою монетарною політикою НБУ та держполітикою КМУ: при падінні ВВП (сьогодні мінусова величина), при зменшенні кредитуванні економіки (в цілому на 30–35 %), ми маємо різке падіння рівня інфляції з 60 % до 7 %, звісно це при зменшенні роздрібного товарообороту на 30 %. Такий рівень інфляції передбачалось досягнути не раніше 2020 р.

Постає питання: чи не перестарались із «стерилізацією» грошової маси та широкомасштабною демонетизацією економіки? Це нагадує, коли у людини лікарі невдало різко понижують тиск і настає кома. Очевидно, у нашому варіанті це фактична коматозна стагнація.

Ще один приклад.

Як НАЦІОНАЛЬНА РАДА РЕФОРМ в особі НБУ в Комплексній програмі розвитку фінансового сектору України до 2020 р. запланувала відновлення кредитування економіки. Всього три ключові напрямки: 1 – стимулювання збільшення локальних довгострокових ресурсів; 2 – забезпечення доступності для кредитування економіки; 3 – стимулювання локального синдикування та консорціуму них угод. По всіх трьох напрямках маємо повний провал. Довгострокових ресурсів (більше 5 років), при існуючому курсоутворенні, здійснювати майже немає бажаючих, за 2014–2015 роки втеча депозитів у гривні склала понад 30 %, у валюті понад 50 % (це при жорстких обмеженнях на зняття депозитів), кредити за цей же період у гривні зменшились більше 25 %, валюті більше 35 %; класичних синдикуваних кредитів і в кращі часи у нас не було.

Висновки: монетарна політика щодо стимулювання економічного зростання в країні повинна бути суттєво підкорегована. І не просто як самоціль, а як об'єктивна необхідність для реалізації новітньої економічної програми розвитку держави. Між іншим, система монетарних та економічних заходів для стимулювання банківського кредитування реального сектору економіки чітко викладена в Стратегії розвитку банківської системи України, розроблена широким колом банкірів, науковців та експертів і прийнята банківським комітетом Верховної Ради. В основі цих заходів лежить нагальна потреба спільної розробки Кабміном за участі НБУ Програми нового економічного курсу в країні через нову Стратегію високотехнологічної ідустриалізації України, розвитку експортоорієнтованого виробництва; Стратегію стимулювання імпортозаміщення; Стратегію розвитку малого та середнього бізнесу. Монетарна політика повинна слугувати реалізації цієї Комплексної програми банківського кредитування розвитку економіки.

Такі пропозиції, звісно, не є особливою новачкою, про доцільність таких реформ постійно декларують нові Уряди. Але українці скоро вже не зможуть нести на своїх плечах десятиками років такий економічний геноцид. Про це свідчать українські майдани, про це свідчать соціологічні опитування, про це високий рівень недовіри до реформ і владних ініціатив Перелік суспільних невдоволень можна продовжувати.

Чого ж не вистачає для реалізації, здавалось би очевидних речей по нарощуванні суспільних благ у країні? Найперше, потрібно починати відмовлятися від міжнародного економіч-

ного протекціонізму і переорієнтовуватись на український. А головним повинно постати політичне рішення: внести зміни в Конституцію України і в оновленій Статті 100 повинно бути зафіксовано: Основною функцією центрального банку нашої країни є забезпечення економічного зростання, зайнятості населення, підтримка цінової стабільності.

Про це лунало на всіх п'яти банківських конференціях, які були проведені громадськістю у 2015–2016 рр. передбачається певне підвищення реальної заробітної плати» (с. 13), однак не вказано розмір такого підвищення.

**ДЗЮБЛЮК О.В.,**

**д.е.н., проф., завідувач кафедри банківської справи Тернопільського НЕУ**

Не усі прогностичні макроекономічні, фінансові та монетарні показники зазначені в Основних засадах грошово-кредитної політики, як того вимагає Порядок розроблення Основних засад та здійснення контролю за її проведенням. Зокрема, відсутні планові показники офіційного курсу гривні до долара США, євро та російського рубля, номінальний ВВП тощо.

У Розділі 4 Проекту Основних засад грошово-кредитної політики на 2016 рік зазначено, що «у 2016 р. передбачається певне підвищення реальної заробітної плати» (с. 13), однак не вказано розмір такого підвищення.

Разом з тим, ми вважаємо, що визначення основних орієнтирів грошово-кредитної політики (інфляція, зайнятість, платіжний баланс, економічний розвиток) не можуть вирішуватись лише Національним банком України, який має вплив виключно на пропозицію грошей. Формування попиту – це сфера діяльності Кабінету Міністрів України, і дієвість та реальність грошово-кредитної політики залежать саме від цих факторів. Адже пропозиція грошей без співвіднесення із попитом є безвідносною категорією.

На нашу думку, в Основних засадах грошово-кредитної політики на відповідний рік також доцільно встановлювати загальний обсяг золотовалютного резерву Національного банку, його структуру та порядок використання коштів із цього фонду.

Також вважаємо за необхідне у цьому документі окремим розділом визначити підзвітність грошово-кредитної політики. Так, у документах центральних банків багатьох країн (Австралія, Польща, Молдова, Албанія, Японія тощо) є підрозділ («Підсумки виконання», «Процес прийняття рішень, інформування і прозорість монетарної політики», «Прозорість і підзвітність», «Комунікації щодо прийняття рішень з монетарної політики»), в якому міститься коротка інформація: щодо ролі комунікаційної політики в забезпеченні досягненні цілей центрального банку; процедури здійснення контролю за реалізацією монетарної політики; процедури внесення змін у монетарну політику, донесення цих змін і результатів виконання документа до громадськості; інструментів підзвітності та комунікаційної політики, які застосовуватиме центральний банк для інформування громадськості (прес-релізи, прес-конференції, протоколи зборів, інфляційний звіт, звіт щодо реалізації монетарної політики тощо).

Сучасний стан України характеризується низхідними тенденціями в економіці, девальвацією гривні, зниженням попиту і суттєвим погіршенням рівня життя населення. Все це призвело до розвитку стагнації. Кризові процеси в економіці України слід долати передусім забезпечивши розвиток економіки, зокрема її реального сектору. З цією метою варто застосувати політику «дешевих» грошей, які повинні надходити до реального сектору, стимулювати виробництво, сприяти заміненню імпортованих товарів вітчизняними, збільшувати робочі місця та сприяти зайнятості населення. Ефективна робота реального сектору сприятиме зростанню ВВП і створить можливості для підвищення заробітних плат і добробуту населення.

До вирішення проблем стимулювання розвитку економіки та реального сектору зокрема, слід підходити як з боку вирішення питань низького платоспроможного попиту на кредити, так і з боку їх невеликої пропозиції з боку банків. Підвищення платоспроможного попиту на кредитні ресурси внаслідок падіння виробництва, низької ділової активності, несприятливого бізнес-клімату потребують усунення корупційної складової, зменшення зарегульованості, вирішення проблем погашення раніше отриманих кредитів (у тому числі внаслідок значної

девальвації). Усунення зазначених перепон потребують від розробників економічної політики Уряду особливої уваги до структурних реформ. З боку Національного банку України необхідним є забезпечення валютної, цінової та банківської стабільності. Одночасно зі стимулювання реального сектору економіки слід приділити особливу увагу боротьбі з інфляцією. З метою обмеження інфляційних процесів слід насамперед стабілізувати валютний курс і створити умови для стимулювання повернення валютної виручки експортерів в Україну. Важливим, на нашу думку, у стримуванні інфляційних процесів є призулинення підвищення тарифів до моменту реального підвищення платоспроможності суб'єктів вітчизняної економіки.

Стабілізація валютного курсу та підвищення ефективності функціонування валютного ринку, на наш погляд, повинно стати ключовим завданням Національного банку України, адже обмеження спекулятивних операцій на валютному ринку знизить тиск на валютний курс пропонування інструментів структурного рефінансування (funding for lending schemes). В Основних засадах грошово-кредитної політики варто було б прописати майбутні дії НБУ щодо стабілізації валютного ринку та валютного курсу. Щодо пропозицій такої стабілізації, то вони можуть бути такими:

1) Вагомий вплив на розвиток тіньового валютного ринку має стабільний приплив капіталу українських заробітчан у вигляді як грошових переказів, так і неформальними шляхами (передачі). За даними Національного банку України обсяг грошових переказів в Україну коливається в межах від 5 до 8 млрд доларів США щороку (рис. 1). Весь обсяг грошових переказів в Україну за офіційними каналами видається одержувачам в іноземній валюті (як правило, долар США, євро та фунт стерлінгів), отримана валюта потрапляє здебільшого на тіньовий готівковий валютний ринок або ж використовується для покупки нерухомості чи інших дорогих речей. У такому випадку виникає риторичне запитання, а навіщо жителям України готівкові кошти в іноземній валюті, коли єдиним платіжним засобом на території України є гривня? *Тому постає об'єктивна необхідність прийняти закон України «Про валютне регулювання і контроль», в якому необхідно прописати норму про виплату грошових переказів з-за кордону, незалежно від каналу надходження (через коррахунки банків або через міжнародні системи переказу коштів), виключно в національній грошовій одиниці – гривні.* Такий захід дасть змогу щомісяця отримувати більше 5 млрд дол. США на міжбанківський валютний ринок, а Національний банк України отримає змогу поповнювати золотовалютні резерви на відповідну суму. Як видно з рис. 5, якщо б таку норму ввели раніше, Національному банку України було б значно легше реагувати на шоки на валютному ринку. Відтак *в Основних засадах необхідно передбачити перехід до виплати валютних переказів у національній валюті, як джерело поповнення золотовалютних резервів.*

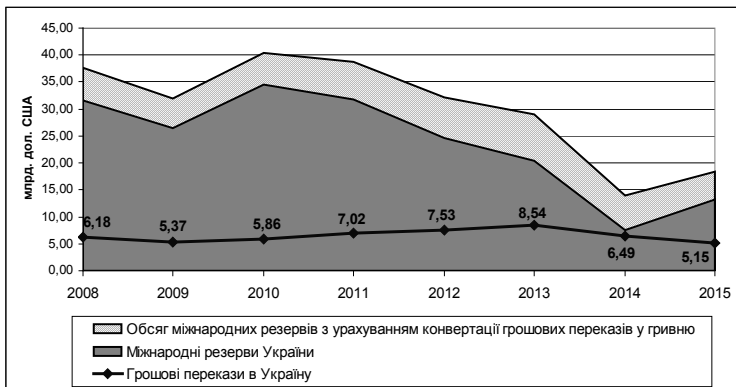


Рис. 5. Динаміка грошових переказів в Україну та міжнародних резервів України у 2008-2009 роках\*

\*Розраховано автором на основі даних НБУ [6]

2) Вагомої уваги заслуговують заходи щодо зниження рівня доларизації економіки, адже при такому високому рівні доларизації економіки України (близько 40 %) практично не реально здійснювати таргетування інфляції.

Серед заходів щодо зниження рівня доларизації варто виокремити такі:

- поступове підвищення норми обов'язкового резервування за депозитами в іноземній валюті населення до 50 %, що сприятиме зниженню привабливості валютних депозитів для населення внаслідок зниження процентних ставок за депозитами, оскільки при такій нормі резервування валютні депозити населення будуть не вигідними для самих банків;
- підвищення норми обов'язкового резервування за строковими депозитами юридичних осіб в іноземній валюті;
- на законодавчому рівні заборонити небанківським фінансово-кредитним установам відкривати поточні та депозитні рахунки резидентам України у іноземній валюті;
- на законодавчому рівні встановити вимоги щодо примусової конвертації 70–80 % суми кредитів, отриманих банками в іноземній валюті від своїх материнських компаній або на міжнародному ринку грошей і капіталів. 20–30 % суми валютного кредиту можуть використовуватися тільки для кредитування підприємств, які здійснюють зовнішньоекономічну діяльність і для обслуговування їх рахунків.

3) Розвиток безготівкових розрахунків з метою обмеження тіньових валютних операцій. Особливою проблемою в Україні є наявність великої кількості готівки поза банками (агрегат  $M0 = 30\text{--}33\%$  грошової маси), яка обслуговує тіньовий валютний ринок, тіньові операції в національній валюті та є коласальним ресурсом для вітчизняної банківської системи. Тому в цьому контексті в Основних засадах грошово-кредитної політики доцільно прописати наміри НБУ щодо збільшення безготівкових операцій та обмеження операцій тіньового валютного ринку.

Серед пропозицій щодо збільшення безготівкових розрахунків виокремимо такі:

- внесення змін до Постанови Національного банку України «Про встановлення граничної суми розрахунків готівкою» від 06 червня 2013 року № 210 щодо зниження граничної суми розрахунків готівкою з 150000 грн до 25000 грн. Така зміна пояснюється тим, що 150000 грн в еквіваленті становить 6000 доларів США, що, на сьогоднішній день, покриває достатньо велику кількість договорів відчуження (купівля-продаж, міна, дарування, пожертва, рента, довгоче утримання (догляд), спадковий договір) нерухомого майна та купівлю-продаж земельних ділянок;
- Прийняття Закону України «Про кредитування», або ж Постанови Національного банку України «Про деякі обмеження готівкового обігу в Україні», якою встановити граничну суму кредиту наданого банками чи небанківськими фінансово-кредитними інститутами в готівці в національній валюті населенню на рівні 10000 грн. Така норма дозволить обмежити готівкове кредитування фінансових компаній (Гроші до зарплати, Швидко гроші та ін.) і банків і, таким чином, зменшити обсяг готівки в обігу.

**КОЛОДІЗЕВ О.М.,**

**д.е.н., проф., завідувач кафедри банківської справи ХНЕУ ім. С. Кузнеця**

### **ПРОПОЗИЦІЇ**

**кафедри банківської справи Харківського національного економічного університету імені Семена Кузнеця стосовно розроблення Основних засад грошово-кредитної політики на 2017 рік**

#### ***Основна мета грошово-кредитної політики***

Головним завданням грошово-кредитної політики є забезпечення цінової стабільності в державі шляхом послідовного зниження інфляції та підтримки її на низькому рівні, що створюватиме базові макроекономічні умови для досягнення максимально можливих темпів економічного зростання.

### ***Пріоритети грошово-кредитної політики***

1. Запровадження режиму *гнучкого* інфляційного таргетування, яке передбачає періодичне корегування цільового показника інфляції або коливання його значення у визначених межах.

1.1. Фіксація кількісних цільових показників інфляції.

1.2. Додержання вимоги симетрії, згідно з якою показник інфляції не може бути вище чи нижче встановленого цільового показника.

1.3. Незалежність Національного банку України у застосуванні монетарних інструментів, відмова від принципу фіскального домінування.

1.4. Застосування монетарних інструментів для впливу на очікувану інфляцію, а не у відповідь на поточний показник інфляції.

1.5. Координація дій органів влади у реалізації фінансової політики для нівелювання можливих значних коливань значень показників рівня зайнятості та ВВП.

1.6. Забезпечення довіри суспільства до дій Національного банку, що потребує підвищення прозорості та інформаційної відкритості діяльності Національного банку перед суспільством.

При відході від класичних орієнтирів оцінювання результатів реалізації грошово-кредитної політики НБУ (грошова маса, емісія коштів, грошовий мультиплікатор) та з врахування впливу програми співпраці МВФ, доцільним є встановлення та представлення меж «достатності» міжнародних резервів, а також інших критеріїв та індикативних цілей відповідно до програми співпраці з МВФ. Правління НБУ не надає інформації щодо критеріїв та індикативних цілей монетарної політики згідно програми FFF. Представлення означених даних сприятиме посиленню прозорості проведення монетарної політики Національним банком України.

Доцільно, на нашу думку, розглянути перспективи розвитку функцій валютних резервів, які є забезпеченням стабільності національної валюти. У більшості держав вони знаходяться в розпорядженні їх центральних банків. Але принципові рішення щодо їх розміщення та використання у переважній більшості розвинутих країн приймає парламент та уряд. Доцільність такої практики є підтвердженням ситуації в економіці країни, коли перед державою постають особливо важливі проблемні питання. Це дозволить отримати певні додаткові інструменти саме в час найбільш гострої потреби в фінансових ресурсах.

2. Забезпечення стабільності банківської системи в аспекті покращання фінансової основи для майбутнього економічного зростання, оскільки необхідність постійної підтримки слабого банківського сектору може вступити у конфлікт з досягненням цінової стабільності.

2.1. Запровадження заходів щодо підвищення рівня капіталізації банківського сектору з метою посилення спроможності банків повноцінно виконувати функції фінансового посередництва на ринку.

2.2. Підтримання ліквідності банківської системи.

За даними звіту Міністерства економічного розвитку і торгівлі інфляція в Україні прогнозується за результатами 2016 року на рівні 13,1 %. У першому кварталі 2017 очікується продовження зростання цін на продовольчі товари, враховуючи незначне напруження на валютному ринку. Дані статистики свідчать, що в сучасних реаліях спостерігається прискорення інфляційних процесів в результаті посилення впливу інфляції витрат на ймовірне підвищення ризиків як складової ціни на вартість енергоносіїв.

3. Проведення політики лібералізації валютного курсу.

3.1. Запровадження гнучкості обмінного курсу гривні має сприяти зростанню дієвості інших монетарних механізмів

3.2. Підвищення курсової гнучкості гривні має узгоджуватись з темпами економічного зростання та зниженням доларизації грошового обігу.

3.3. Можливість застосування Національним банком України гнучкої системи валютних обмежень (на принципах розумної достатності з урахуванням стану розвитку економіки та фінансових ринків).

3.4. Динаміка обмінного курсу гривні, навіть з урахуванням його більшої гнучкості відповідно до глобальних фундаментальних тенденцій, має бути контрольованою, прогнозованою та узгоджуватись з інфляційними цілями.

3.5. Зниження рівня присутності НБУ на валютному ринку не виключає можливість використання ним валютних інтервенцій з метою накопичення міжнародних резервів.

Превалювання каналу обмінного курсу серед каналів монетарної трансмісії, формування очікувань суб'єктів господарювання (економічних агентів) з орієнтацією на коливання валютного курсу (оскільки повна переорієнтація на ключову ставку центрального банку відсутня), обумовлюють доцільність декларування фактично існуючого валютного курсу – «керованого плавання». Використання режиму «керованого плавання», розглядається як перехідний етап до впровадження повномасштабного режиму «плаваючого» валютного курсу. Застосування режиму «керованого плавання» валютного курсу створить «буфер у часі», тобто сприятиме покращенню очікувань економічних агентів та створить пом'якшені умови для їх переорієнтації на ключовий показник – ключову ставку центрального банку (**дана позиція корелює з авторською роботою КБС КНЕУ ім. В. Гетьмана**).

4. Зниження вартості кредитних ресурсів і активізація кредитної діяльності банків у контексті створення необхідних умов для розвитку підприємництва та здійснення розширеного відтворення. Головні резерви стабілізації діяльності банків та подальшого зростання їх кредитної активності перебувають у площині повернення в банківську систему коштів, які були вилучені у період погіршення очікувань.

**НАУМЕНКОВА С.,**

**д.е.н., проф, КНУ ім. Тараса Шевченка**

**МІЩЕНКО В.,**

**д.е.н., проф, КНУ ім. Тараса Шевченка**

### **Пропозиції**

1. Необхідно чітке і однозначне визначення **мандату НБУ** і цілі грошово-кредитної політики: цінова стабільність і стабільність банківської системи. У цьому зацікавлені і суспільство, і НБУ. Завдяки такому мандату можливе чітке звітування НБУ та його підконтрольність суспільству.

Необхідність чіткого і однозначного визначення мандату НБУ обумовлена обмеженістю методів та інструментів, що є в його розпорядженні, та які визначенні законодавчо.

Розширення мандату потребує нових інструментів і нових форм контролю за діяльністю НБУ.

### 2. Режим цінової стабільності з часом має бути змінений на режим таргетування інфляції

Сьогодні НБУ вводить суспільство в оману, стверджуючи, що режим ТІ запроваджено з 2015 р. До запровадження такого режиму потрібні об'єктивні передумови (яких сьогодні ще немає) та проведення НБУ підготовчої роботи, зокрема, створення дієвих механізмів використання та управління процентними ставками.

Сьогодні НБУ зіткнувся з проблемою «пастки офіційної процентної ставки». Це означає, що через об'єктивні та суб'єктивні причини НБУ не може ефективно реалізувати свою процентну політику.

Невдалим є вибір у якості ключової процентної ставки ставки «овернайт» за депозитними сертифікатами. Це не сприяє підвищенню дієвості процентної політики, ефективному управлінню банківською ліквідністю та розвитку міжбанківського кредитного ринку. Операційним орієнтиром процентної політики має бути **ставка «овернайт» за короткостроковими кредитами** рефінансування.

3. **Вільного курсоутворення в Україні, на жаль, ще немає**. Воно може бути запроваджено лише в перспективі. Фактично сьогодні НБУ використовує режим «керованого плавання», який офіційно визнаний МФО, у т. ч. й МВФ. Чому НБУ наполягає на тому, що він запровадив вільне курсоутворення, – не зрозуміло.

НБУ не зобов'язаний фіксувати (визначати, доводити суспільству тощо) валютний курс, однак він зобов'язаний виконувати покладені на нього функції валютного регулювання і контролю. Фактично, на практиці НБУ так і діє, але це не є режимом вільного курсоутворення.

4. Суспільство має одержати чітку інформацію про те, **який монетарний режим використовує НБУ**.

По факту – це змішаний режим – режим цінової стабільності, операційним орієнтиром за якого є грошова база. Відбувається перехід до режиму ІТ, за якого операційним орієнтиром має стати ключова процентна ставка – ставка «овернайт» за короткостроковими кредитами рефінансування.

5. Шляхи забезпечення **стабільності банківської системи** та довіри до банків у Основних засадах фактично не відображені.

Ключова проблема – налагодження **банківського нагляду**, який сьогодні фактично відсутній (регулювання і нагляд за банківською системою «в ручному режимі» не відповідають Основним принципам ефективного банківського нагляду).

Заяви керівника підрозділів банківського нагляду НБУ про «кластерний нагляд», про перехід з 2018 р. до «нового» виду нагляду – ризикорієнтованого (він є визнаним БКБН), свідчать про туманні перспективи забезпечення стабільності банківської системи. Про це також свідчать небажання НБУ підвищувати мінімальну гарантовану суму вкладів фізичних осіб і ситуація з управлінням проблемними банками і проблемними активами з боку ФГВФО.

У Основних засадах доцільно визначити напрями роботи з проблемними (токсичними) кредитами. Сьогодні НБУ фактично усунувся від цієї проблеми, а без її вирішення стабілізація банківської системи неможлива.

Фактично сьогодні ми маємо регуляторну кризу, одним із наслідків якої є посилення регуляторних ризиків, спричинених діями НБУ.

6. Пропозиції щодо «**промислово-грошової політики**», «продуктивної емісії» і таке інше не витримують ніякої критики. Вони деструктивні.

7. «**Кількісне пом'якшення**» в Україні практично унеможливлене. Єдиний варіант такого «пом'якшення», який можна обговорювати, – проблемна заборгованість за валютними іпотечними кредитами, наданими банками фізичним особам у 2006–2008 рр.

8. «**Кредитне пом'якшення**» теж практично унеможливлене. Воно наражає банківську та фінансову систему в цілому на значні ризики (інфляційні, кредитні, репутаційні, політичні...) і в умовах високого дефіциту державного бюджету (який певною мірою монетизується НБУ), буде стимулювати інфляцію. Висока інфляція, в свою чергу, стримує економічне зростання (навіть дефляція стримує зростання меншою мірою, ніж висока інфляція).

Крім того, наявний в Україні досвід довгострокових стабілізаційних кредитів рефінансування (особливо в 2014–2015 рр.) та додаткове рефінансування банків, які обслуговували підприємства, задіяні в чемпіонаті з футболу Євро-2012, це підтвердив.

9. НБУ може реалізувати грошово-кредитну політику з використанням лише наявних інструментів. Вплив на стимулювання економічного зростання є опосередкованим шляхом створення відповідних умов (стабільні та помірні темпи інфляції, стабільність банківської системи, платіжної системи, грошового обігу тощо). Крім того, через канали монетарного трансмісійного механізму НБУ може спричиняти короткострокові впливи на господарську кон'юнктуру.

10. На найближчі 2–3 роки **операційним орієнтиром** грошово-кредитної політики, на жаль, має залишатися грошова база.

11. Небажаним є конфлікт між Радою та Правлінням НБУ.

**БОГДАН Т.П.,**

**д.е.н., Інститут економіки та прогнозування НАНУ**

### **Пропозиції до основних засад грошово-кредитної політики на 2017 рік і на середньостроковий термін.**

Україна являє собою малу відкриту економіку, стан грошово-кредитної системи якої залежить від ситуації на світових товарних і фінансових ринках. У 2017 році і в наступні періоди найбільш вагомими **глобальними факторами впливу**, на наш погляд, будуть такі:

1) Слабка динаміка економічного зростання у розвинутих країнах і невисокі показники зростання у країнах з ринками, які формуються, що негативно відбиватиметься на динаміці

експорту. У розвинутих країнах за прогнозом МВФ темпи економічного зростання становитимуть 1,6 % у 2016 році та 1,8 % у 2017 (2,1 % у 2015 році). У країнах з ринками, що формуються, і країнах, що розвиваються, середній темп приросту реального ВВП знизився з 7,4 % у 2010 році до 4 % у 2015 році і становитиме 4,2–4,6 % у 2016–2017 рр.

2) Утримання низького рівня цін на сировинні товари в умовах ревальвації долара США до світових валют і охолодження економіки Китаю, що негативно впливатиме на обсяги експортної виручки України. За 2011–2015 рр. індекс доларових цін на сировинні товари ЮНКТАД зменшився на 42 %, на продовольчі товари – 32 %, а на мінерали, руди і метали – 53 %. У 2016 р. світові ціни підвищилися на 11–17 %, однак у середньостроковому періоді очікується збереження низького рівня цін на дані товарні групи.

3) Очікуване підвищення відсоткових ставок у США і накопичення проблем у банківському секторі розвинутих країн (внаслідок тривалої дії політики нульових і негативних відсоткових ставок) визначатимуть низькі обсяги надходження іноземного капіталу на ринки, що формуються, в т. ч. і до економіки України. В таких умовах вірогідним є формування незначного профіциту, а в окремі періоди і дефіциту фінансового рахунку платіжного балансу України.

Високі валютні ризики в Україні обумовлюються також дефіцитом поточного рахунку платіжного балансу, розміром валового зовнішнього боргу країни та неадекватністю міжнародних резервів. За прогнозами НБУ, дефіцит поточного рахунку платіжного балансу збільшиться з 0,2 млрд дол. США у 2015 році до 2,3 млрд дол. у 2016 році та до 2,9 млрд дол. у 2017 році. Міжнародні резерви України станом на кінець жовтня 2016 року становили 15,5 млрд дол. США, що ледь перевищує ½ мінімально необхідного розміру резервів за новою метрикою МВФ. Валовий зовнішній борг України на кінець I півріччя 2016 року перевищив 240 % експорту при мінімально допустимому значенні в 200 % експорту.

Зазначені фактори визначатимуть утримання заниженого обмінного курсу гривні з можливістю її подальшої девальвації, як у номінальному, так і реальному вираженні. В таких умовах важко очікувати зниження рівня фінансової доларизації, відновлення попиту на гривню та ефективної дії режиму інфляційного таргетування, в рамках якого ігноруватиметься роль обмінного курсу як важливої детермінанти цінової і фінансової стабільності.

З теорії відомо, що інфляційне таргетування в умовах високої доларизації має свою специфіку. У доларизованих економіках зовнішні шоки (які впливають на динаміку обмінного курсу і темпи інфляції) зазвичай викликають стрибки попиту на національну валюту, оскільки для економічних суб'єктів витрати переключення з національної валюти на іноземну є низькими. У таких умовах центральному банку важко досягати цільових показників інфляції з використанням традиційного інструментарію грошово-кредитної політики.

Згідно з нашими розрахунками на основі національних рахунків, чисте придбання зовнішніх активів резидентами України у формі грошей і депозитів сумарно за 2003–2014 рр. становило **83,98** млрд дол. США (з урахуванням чистого використання активів у 2013–2014 рр.). Для порівняння: доларовий еквівалент грошової маси М3 у жовтні 2016 р. становив **37,63** млрд дол. США. Тобто в даний час сума накопичених суб'єктами економіки України активів у ВКВ (які частково знаходяться всередині країни, а частково виведені з України) перевищує обсяг наявної грошової маси М3 приблизно в 2,2 разу. За офіційними даними НБУ, співвідношення зобов'язань банків в іноземній валюті до їх сукупних зобов'язань становить близько 55 %. Таким же є і співвідношення валютних кредитів до сукупних кредитів, виданих банками.

Фахівці МВФ аргументували, що у країнах з високим рівнем фінансової доларизації, ефективність грошово-кредитної політики зазвичай є невисокою, оскільки значна частина їх національної фінансової системи слабо реагує на імпульси такої політики, при цьому в рамках трансмісійного механізму значну роль відіграє канал валютного курсу.<sup>33</sup>

<sup>33</sup> Evolving Monetary Policy Frameworks in Low-income and Other Developing Countries. – IMF Staff Report. – October 23, 2015.

Л. Ляйдерман, Р. Майно і Е. Паррадо показали, що *впровадження режиму чистого інфляційного таргетування у доларизованих економіках є утрудненим, внаслідок суттєвого впливу обмінного курсу на реальні і фінансові зміни*<sup>34</sup>. Основними каналами впливу є 1) вищий ефект переносу обмінного курсу на внутрішні ціни у доларизованих економіках, 2) руйнівний балансовий ефект значної девальвації, яка стає рушієм банківської кризи і має стримуючий вплив на випуск у економіках, обтяжених валютними зобов'язаннями. Саме тому в доларизованих економіках монетарна політика, інструментарій якої не поширюється на управління валютним курсом, демонструє низький ступінь дієвості.

Національний банк України в пропозиціях до «Основних засад грошово-кредитної політики» та в публічних виступах заявляє про дотримання режиму плаваючого обмінного курсу. У класичному розумінні вільно плаваючий обмінний курс передбачає, що вартість національної валюти визначається ринковим попитом і пропозицією, а центральний банк майже не здійснює інтервенцій на валютному ринку. Зайве говорити про те, що режим вільно плаваючого обмінного курсу в принципі не сумісний з обмеженнями за поточними та капітальними операціями платіжного балансу, які вводилися в Україні в 20014–2015 рр. для стримування попиту на іноземну валюту.

З іншого боку, кероване плавання (англ.: «managed float» or «dirty float») визначається як валютний режим, за якого центральний банк періодично втручається у процеси на валютному ринку задля зміни швидкості чи напрямку руху курсу національної валюти. До валютних інтервенцій центральні банки вдаються здебільшого у шокових ситуаціях з метою стримування панічних настроїв і запобігання різкому знеціненню національної валюти. Валютні інтервенції у рамках режиму керованого плавання можуть мати на меті і нарощування міжнародних резервів країни або ж заохочення експорто-орієнтованого зростання економіки через утримання заниженого обмінного курсу. Класичними випадками режиму керованого плавання є валютні режими Бразилії, Японії, Швейцарії та Норвегії.

Д. Вавра класифікував усі країни, центральні банки яких таргетують інфляцію, на країни з режимом «чистого інфляційне таргетування» та «інфляційного таргетування з частими валютними інтервенціями». За його даними, на кінець 2013 року 24 із 25 країн з ринками, що формуються, належали до групи таргетерів інфляції з частими валютними інтервенціями; і лише 1 країна з ринком, що формується, реалізувала режим чистого інфляційного таргетування<sup>35</sup>.

Д. Айзенман та ін. показали, що центральні банки країн з ринками, що формуються, які офіційно таргетують інфляцію, водночас систематично реагують на зміни обмінного курсу; а центральні банки країн з домінуючою часткою сировинного експорту про-активно змінюють власні відсоткові ставки під впливом змін обмінного курсу та/ або погіршення умов торгівлі. З використанням статистичних даних Д. Айзенман та ін. довели, що *країни з ринками, що формуються, з офіційним мандатом центральних банків на таргетування інфляції фактично дотримуються режиму «змішаного» інфляційного таргетування, за якого ключові відсоткові ставки реагують як на інфляційні чинники, так і на зміни обмінного курсу* (фактичні чи очікувані)<sup>36</sup>.

В економічній літературі донедавна бракувало фундаментальних праць, які б виправдовували поєднання і взаємодоповнюваність режиму таргетування інфляції та управління валютним курсом. Однак, на початку 2016 року М. Айраудо та ін. сконструювали 2-секторну модель малої відкритої економіки з недосконалою заміненістю внутрішніх/зовнішніх фінансових активів і довели, що управління валютним курсом у такій економіці підвищує дієвість інфляційного таргетування<sup>37</sup>. На думку авторів, *основним інструментом управління валютним*

<sup>34</sup> IMF Working Paper. Inflation Targeting in Dollarized Economies / Prepared by Leonardo Leiderman, Rodolfo Maino, and Eric Parrado. - June 2006.

<sup>35</sup> Vavra, D., 2014, "Inflation Targeting and Foreign Exchange Intervention in Emerging Markets." Mimeo.

<sup>36</sup> Aizenman J., Hutchison M., Noy I., Inflation Targeting and Real Exchange Rates in Emerging Markets // NBER Working Paper No 14561. 2008.

<sup>37</sup> IMF Working Paper. Inflation Targeting and Exchange Rate Management in Less Developed Countries / Prepared by Marco Airaudo, Edward F. Buffie, and Luis-Felipe Zanna. - March 2016.

*курсом у рамках режиму інфляційного таргетування мають виступати стерилізовані валютні інтервенції* (викуп чи продаж іноземної валюти центральним банком, монетарні ефекти якого компенсуються зворотним продажем чи викупом державних цінних паперів на відкритому ринку).

У практичній площині рівень валютного курсу має розглядатися не як проміжна чи кінцева мета грошово-кредитної політики, а як важлива інформаційна змінна та частина трансмісійного механізму, що впливає на цінову стабільність і фінансову стабільність у країні. При цьому НБУ має керувати динамікою обмінного курсу гривні через використання звичайних і стерилізованих інтервенцій, які не загрожують досягненню інфляційної цілі. Такий підхід, за даними МВФ, успішно використовують ряд країн з розвинутою економікою і з ринками, що формуються<sup>38</sup>.

При здійсненні комунікацій з громадськістю Національний банк має наголошувати на пріоритетності інфляційної цілі, яка досягатиметься з використанням традиційного інструментарію грошово-кредитної політики. В той же час *згладжування стрибків обмінного курсу і стримування панічних настроїв на ринку через проведення валютних інтервенцій* обмежуватиме вплив шоківих ситуацій на стан грошово-кредитної системи і сприятиме досягненню інфляційної цілі.

З огляду на викладене:

в «Основних засадах грошово-кредитної політики» варто було б заявити про те, що **НБУ дотримуватиметься режиму гнучкого інфляційного таргетування, в рамках якого значна увага приділятиметься динаміці обмінного курсу та буде реалізовуватися політика керованого плаваючого курсу гривні; при цьому інструментарій грошово-кредитної політики спрямовуватиметься як на досягнення цільового рівня інфляції, так і на запобігання різкого знецінення та волатильності обмінного курсу гривні**.

<sup>1</sup> Evolving Monetary Policy Frameworks in Low-income and Other Developing Countries. – IMF Staff Report. – October 23, 2015.

<sup>1</sup> IMF Working Paper. Inflation Targeting in Dollarized Economies / Prepared by Leonardo Leiderman, Rodolfo Maino, and Eric Parrado. - June 2006.

<sup>1</sup> Vavra, D., 2014, “Inflation Targeting and Foreign Exchange Intervention in Emerging Markets.” Mimeo.

<sup>1</sup> Aizenman J., Hutchison M., Noy I., Inflation Targeting and Real Exchange Rates in Emerging Markets // NBER Working Paper No 14561. 2008.

<sup>1</sup> IMF Working Paper. Inflation Targeting and Exchange Rate Management in Less Developed Countries / Prepared by Marco Airaudo, Edward F. Buffie, and Luis-Felipe Zanna. – March 2016.

**САВЧЕНКО Т.Г.,**

**д.е.н., завідувач кафедри Сумського державного університету**

Пропозиції щодо прийнятого за основу узагальненого варіанту пропозицій науково-експертного середовища стосовно розроблення Основних засад грошово-кредитної політики на 2017 рік.

**По-перше**, другий абзац підрозділу «Інструменти грошово-кредитної політики» пропонує доповнити реченням такого змісту:

*«При встановленні ключової процентної Національний банк вивчатиме, а за наявності об'єктивних макроекономічних підстав враховуватиме, формалізовані у монетарних правилах взаємозв'язки для поступового урівноваження дискретної методології застосування інструментів монетарної політики монетарним регулюванням заснованим на правилах».*

<sup>38</sup> Evolving Monetary Policy Frameworks in Low-income and Other Developing Countries. – IMF Staff Report. – October 23, 2015. – С.38.

<sup>38</sup> Evolving Monetary Policy Frameworks in Low-income and Other Developing Countries. – IMF Staff Report. – October 23, 2015. – С.38.

**Аргументація:** пропозиція ґрунтується на положеннях викладених у монографії (додаток до листа) підготовленої за результатами науково-дослідної роботи виконаної у 2014 році на замовлення Генерального департаменту грошово-кредитної політики НБУ. Дана пропозиція спрямована на підвищення наукової обґрунтованості, урівноваженості та прогнозованості монетарної політики шляхом застосування, після формування необхідних макроекономічних передумов, експліцитних монетарних правил.

**По-друге,** останній абзац підрозділу «Інструменти грошово-кредитної політики» доповнити реченням такого змісту:

*«У періоди критичного падіння рівня довіри до банківської системи Національний банк реалізовує регулярні заходи прямої комунікації із суспільством використовуючи для цього найбільш рейтингові засоби масової інформації».*

**Аргументація:** у даний час спостерігається критично низький рівень довіри до банків України, за результатами опитувань проведених компанією GfK (додаток до листа) станом на вересень 2016 року рівень довіри громадян України до банків становив 10 % (у вересні 2015 року – 13 %). Відновлення довіри на релевантних (сформованим монетарним цілям) часових горизонтах видається малоімовірним. У таких умовах будь-які заходи Національного банку (крім відверто популістських) не підтримуватимуться громадянами і матимуть низьку ефективність. Як наслідок, монетарній владі потрібно вийти за межі тривіального підходу, який передбачає переважне надання інформації експертному середовищу шляхом стандартного набору комунікаційних заходів і налагодити безпосередню регулярну комунікацію із суспільством. НБУ доцільно поширювати інформацію у зрозумілій широким верствам населення формі через популярні телеканали та радіостанції у прайм-тайм.

## **ДРОБЯЗКО А.,**

### **Академія фінансового управління Міністерства фінансів України**

Громадська Рада НБУ щодо основних засад кредитно-фінансової політики на 2017 рік.

1. Хочу підтримати правління НБУ у поставленій амбітній цілі, як 8 %  $\pm$  2 %. Це дуже амбітна ціль. Але мене турбують інструменти, якими ці цілі будуть досягнені. За останні три роки відбулася кредитна демонетизація економіки, яка призвела у 2016 році до дуже неочікуваних процесів. З одного боку сповільнився рівень інфляції у 2016 році, але:

А) Зростання індексу виробництва у 2016 році відбувається на фоні не зростання банківського кредитного портфелю за всіма валютами, при погіршенні якості його обслуговування. Більше того, перехід банківських валютних позичальників з ВКВ у гривню вказує на те, що бізнес готується до нового витка девальвації обмінного курсу.

Б) За відсутності іпотечного кредитування фізичних осіб у 2016 році зростає індекс виконаних будівельних робіт, що вказує на те, що банківські депозити не відіграють функцію збереження багатства і населення при відсутності інструментів фондового ринку, переводить кошти у нерухомість.

В) При згортанні обсягів споживчого кредитування фізичних осіб зростає динаміка здрібно́го товарообороту у порівнянні із 2015 роком.

2. Крім того, НБУ не має впливу на ціни, які формуються на світових ринках (метал, зерно) для нашої експортної продукції, валютні надходження від якої формують стабільність національної валюти і темпи наповнення бюджету від митних платежів. Цей ринок монополізований транс-національними компаніями, які сформувалися за 20 років, а для втручання у трансферні ціни інструментів є обмаль.

3. Від рішень НБУ не залежить тарифна політика природних монополій на внутрішньому ринку.

4. Наведені спостереження підкреслюють не лінійність фінансових процесів, що відбуваються. Україна має реальний мультивалютний обіг на рівні грошової бази, яка обертається поза банківською системою. За три роки банківська галузь втратила ресурс: більше \$15 млрд і 60 млрд грн коштів фізичних осіб.

5. Банківській системі не довіряють нерезиденти. В умовах кризових 2008–2016 року з України нерезиденти забрали більше, ніж \$30 млрд своїх ресурсів, які обліковувалися у зовб»язаннях українських банків.

6. Тому є небезпека, що єдиним інструментом НБУ по регулюванню темпів інфляції буде стримування зростання монетарної бази, що напряду буде протиріччї підтримці зростання офіційної економіки.

7. В умовах світової кризи центральні банки розвинених країн не тільки зменшили до мінімуму свої облікові ставки, але різними методами провели політику «кількісного пом»якшення» та «стимулювання кредитування малого та середнього бізнесу».

8. Криза – це можливості для розвитку. Тому хотілось би, щоб у основних засадах кредитно-фінансової політики на 2017 рік були зазначені напрямки інституціонального розвитку банківської галузі.

9. *Прискорити повноцінне функціонування Ради НБУ на принципах, що відповідають передовим стандартам корпоративного управління, зокрема, створити комітети при Раді з ризиків, аудиту, призначень, винагород і стратегії. Нові підходи до монетарної політики, повинні сприяти економічному зростанню, збільшенню зайнятості та забезпеченню стабільності фінансової системи.*

10. *Задля зняття недовіри суспільства – Доручити уповноваженому державному органу, наприклад, Рахунковій палаті, проведення аудиту адекватності дії регулятора та ФГВФО у зв'язку з використанням критеріїв виведення з ринку банків, а також щодо ухвалення рішень про надання преференцій і незастосування заходів впливу за порушення регулятивних вимог до окремих банків.*

11. *Збільшити прозорість рішень НБУ. Прийняти порядок оперативної публікації Національним банком України заходів впливу на банки та інші фінансові установи, що входять до сфери нагляду НБУ, маючи на увазі інформацію про конкретні установи, про підстави вжиття тих чи інших заходів; практикувати підготовку з розкриттям інформації доповідей незалежного аудитора НБУ про крах конкретних банків (причини кризи й заходи регулятора); зробити доступною статистику врегулювання скарг клієнтів у розрізі банків.*

12. *Зробити крок назустріч реальній економіки. Вивчити й реалізувати успішно апробований у країнах ЄС досвід антикризових програм довгострокового рефінансування банків із залученням кредитних коштів, інвестицій і технічної допомоги міжнародних фінансових організацій (МФО); встановити регуляторні пріоритети стимулювання (відновлення) кредитування реального сектору економіки, включаючи МСП, продовжити поступове зниження ключової ставки НБУ з прив'язкою до очікуваного рівня інфляції.*

13. *Створити за прикладом країн ЄС державні компанії з прийняття в управління проблемних активів від банків, що опинилися в кризовому стані.*

14. *Підтримати створення Експортно-кредитної агенції. Реалізувати програму нарощування експортного потенціалу України та підтримки імпортозаміщення, включаючи фіскальну, у тому числі із залученням коштів МФО на технічну допомогу вітчизняним товаровиробникам, фінансування експорту, пільгове кредитування зарубіжних покупців української продукції з високою доданою вартістю; прискорення розвитку Укрексімбанку як спеціалізованої установи; створення системи експортних гарантій.*

15. *Імплементувати механізм трансформації боргових зобов'язань банків у капітал або списання боргу за рішенням регулятора (за аналогією з прийнятим у багатьох країнах світу т. зв. механізмом поручительства – англ. bail-in).*

16. *Запровадити механізм Єдиного реєстру великих позичальників згідно зі стандартами, які запровадив Центральний банк Європейського Союзу разом із центральними банками країн-учасниць.*

17. *Відновити практику розміщення інформації ФГВФО про недобросовісних позичальників неплатоспроможних банків, яку запровадили у 2009 році.*

18. *Вивчити доцільність оприлюднення інформації ФГВФО про застосовані ставки внесків конкретних банків з урахуванням премії за ризик. Це дасть змогу вкладникам приймати більш зважене рішення про розміщення вкладів.*

19. *Практикувати публікацію інформації про темпи надходжень до ФГВФО від реалізації активів проблемних банків.*

**ШАПРАН В.,**

**член Громадської колегії Ради НБУ від УТФА, голова Комісії із банківського аналізу УТФА**

**НІКІТИН А.,**

**член Громадської колегії Ради НБУ від УПАЗІКС**

Ми ознайомились з інформаційними матеріалами та пропозиціями Правління НБУ щодо основних засад монетарної політики, та хочемо звернути Вашу увагу на такі факти:

1. До сьогоднішнього дня ГК при Раді НБУ не обговорювала проектів рішень безпосередньо Ради НБУ, наукові дискусії точаться суто біля проекту, підготовленого Правлінням НБУ. Звертаємо Вашу увагу, що у разі, якщо Рада НБУ буде приймати рішення щодо грошово-кредитної політики без обговорення свого бачення із ГК, то у майбутньому заявляти про те, що рішення Ради НБУ обговорювались із ГК при Раді НБУ буде не зовсім коректно. Ми високо оцінюємо прагнення складу Ради НБУ до відкритості, але, на нашу думку, слід більш уважно продумати процес обговорення рішень Ради НБУ із громадськістю для того, щоб Ваші опоненти у майбутньому не звинувачували ГК Ради НБУ у односторонній критиці Правління.

2. Комунікаційна політика Ради НБУ повинна бути виваженою. З точки зору комунікації неважливо, яку грошово-кредитну політику обере Рада НБУ, але важливо те, як продукт її роботи сприйме громадськість та наші Західні партнери (кредитори). На нашу думку, будь-які різкі заяви Ради або відкритий конфлікт із Правлінням НБУ можуть впливати як на ринок українських державних єврооблігацій, так і безпосередньо на валютний ринок країни, попит населення, тощо. Вкрай важливо донести, що Рада НБУ не блокує співпрацю із МВФ, СБ, ЄБРР, а МВФ, СБ і ЄБРР правильно розуміють зміни грошово-кредитної політики, які прагне внести Рада НБУ як колегіальний орган. Тобто для ринків важливою є наявність двосторонньої (бажано публічної) комунікації між Радою НБУ та міжнародними донорами.

3. На жаль, публічні виступи деяких діячів “теоретиків”, які не входять ані до Ради НБУ, ані до ГК Ради НБУ, але мають вплив у науковому середовищі, вказують на той факт, що є спроби перевести діяльність Ради НБУ у політичну площину – поставити Правлінню НБУ такі завдання, які завідома Правління виконати не зможе. Ми категорично проти політизації діяльності Ради НБУ, хоча і розуміємо, що членів Ради призначали політики, які мають різні інтереси. Просимо Вас, як людину, яка не приймає активної участі у політичних процесах, виступити гарантом зменшення політичного тиску на Раду НБУ. Готові Вам особисто надати будь-яку можливу з нашого боку допомогу для практичної реалізації цього клопотання. Ігнорування цього прохання рано чи пізно призведе до того, що ЗМІ почнуть пов’язувати публічні позиції членів Ради НБУ із інтересами різних політичних сил, що суперечить принципам незалежності Центрального Банку.

4. Додатково у порядку полеміки хочемо звернути Вашу увагу, що всі рішення Ради НБУ повинні проходити “контроль ризиків”. Тобто члени Ради, які голосують за ті або інші рішення, повинні обов’язково уявляти собі наслідки таких рішень і враховувати таке:

а) Монетарна політика НБУ не є єдиним інструментом стимулювання економічного розвитку. Традиційно держава може стимулювати розвиток економіки через монетарну, фінансову політику та політику торгових відносин з іншими країнами (протекції власних виробників). На жаль, в Україні відсутній орган, який би за законом визначав паритет таких політик. Перш ніж смикати такі важелі, як: валютний курс, облікова ставка, грошові агрегати, норма резервування тощо потрібно уявляти собі, які резерви є по лінії фінансової політики (податкова реформа), змін у політиці торговельних відносин з іншими країнами (розширення економічної частини

угоди про асоціацію з ЄС тощо). Тому вкрай важливо, щоб кожний з членів Ради уявляв собі наявність таких резервів, а сама Рада запрошувала до співпраці і Мінфін, й інші міністерства та відомства, які мають відношення до реалізації трьох політик.

б) Заклики змінити політику гнучкого курсу від НБУ політикою фіксованого курсу не є такими, які зараз під силу НБУ. За нашими підрахунками, на початок грудня 2016 року чисті ЗВР НБУ дорівнювали близько 4 млрд дол. США. Цієї суми недостатньо для утримання курсу гривні на відносно стабільному рівні до долару США через інтервенції у разі суттєвого погіршення ситуації на експортних ринках. Ситуація на наших традиційних експортних ринках (зернові, сталь, залізорудна сировина, продукція АПК) зараз є далеко не найкращою. Ринок ЗРС та сталю прокату зазнав спекулятивного зростання, але обсяги експорту готової продукції залишаються невисокими. Разом із тим, ціни на зернові зараз знаходяться на 5-тирічних мінімумах. Тому становлення фіксованого курсу, або коридору в Україні є неможливим завданням. Рада НБУ може поставити завдання Правлінню НБУ – прагнути утримувати курс на рівні середньорічного 27,2 грн за долар, але не ціною зменшення ЗВР. Встановлювати обов'язковий до виконання валютний коридор є завідомо таким завданням, яке у 2017 році виконати неможливо.

в) Збільшення грошової маси, або використання такого інструменту як "продуктивна емісія грошей" є досить спірним питанням. Ми погоджуємось, що без збільшення кредитної активності банків в Україні (де відсутній фондовий ринок) не буде економічного зростання. Але потрібно враховувати, що на поточний стан часу банки перебувають у стані надлишкової ліквідності, а майже всі банки з іноземним капіталом у 2016 році не використовують кредитні лінії своїх дочірніх банків в Україні і на 20 %. Перед тим як дискутувати із приводу "продуктивної емісії" раціонально спочатку відпрацювати надлишкову ліквідність системи. Такий раціональний підхід дасть можливість контролювати інфляцію і одночасно забезпечити зниження ставок ринковими методами.

г) В основних засадах грошово-кредитної політики потрібно звернути увагу на динаміку вартості грошей і на розширення інструментарію, що вплине на збільшення кореляції між обліковою ставкою і ставкою за кредитними ресурсами на прямого позичальника. Але Рада НБУ не повинна стимулювати появу інструментів, які не мають ринкової природи, таких, наприклад, як: компенсація відсоткових ставок великому бізнесу із дефіцитного державного бюджету, цільове рефінансування під проекти у реальному секторі, інші корупційні практики, які вже погано зарекомендували себе у країнах СНД.

Щиро сподіваємось, що зміст листа буде доведений до Ради НБУ і врахований при прийнятті основних засад грошово-кредитної політики НБУ на 2017 рік.

## **ШЕВЧУК В.**

**проф., зав. кафедри міжнародних економічних відносин  
Львівського торгово-економічного університету**

### **Деякі зауваження щодо Основних засад монетарної політики на 2017 рік**

1. Можна погодитися, що за умов незначних валютних резервів НБУ та відсутності переконого додатного сальдо поточного рахунку немає альтернатив для плаваючого обмінного курсу, зокрема у контексті політики таргетування інфляції, однак у такій ситуації серйозні труднощі створюють дві структурні характеристики:

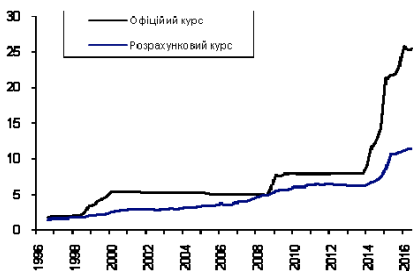
а) *інерційність очікувань девальвації гривні*. Спадний тренд обмінного курсу сприймається як перманентне явище, а зміцнення гривні – як тимчасове явище. За умов значного поширення практики встановлення цін у доларовому еквіваленті це стає передумовою для відсутності належної гнучкості цін у бік зниження в разі локальної ревальвації гривні;

б) *всеохопна доларизація економіки*. Це створює нестабільність як сукупної пропозиції грошової маси, так і попиту на її гривневий компоненту. Наприклад, у разі девальвації гривні зростає вартість валютної компоненти пропозиції грошової маси, тоді як «втеча» від гривні

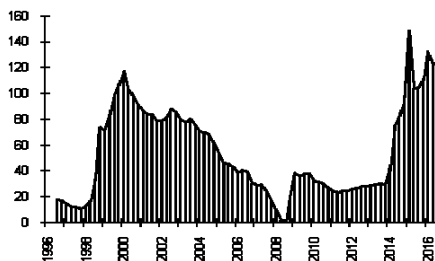
зменшує попит на національну грошову одиницю. Обидва механізми підсилюють інфляційний характер девальвації гривні.

Хоча поступова дедоларизація може бути одним з наслідків більшої волатильності обмінного курсу гривні, необхідною передумовою для поступового зменшення попиту на долар як альтернативний засіб розрахунків і заощаджень видається поява ревальваційного тренду, який підтримано необхідними макроекономічними гарантіями у монетарній і фінансовій політиці, а також доречними інституційними рішеннями.

2. На сьогодні реальний обмінний курс гривні щодо долара США занижено щонайменше на 120 % (рис. 1), що має кілька вкрай негативних наслідків (гальмування динаміки ВВП, обмеження попиту на технологічний імпорту зокрема та інвестиції загалом, підтримання інфляційних очікувань), а разом з тим створює передумови для керованого зміцнення гривні, яке водночас буде одним з найважливіших елементів конвергенції до задекларованого зниження інфляції до 5 % у найближчі три роки. Якщо прийняти незмінним поточний обмінний курс гривні на рівні 26 грн/долар, послідовне гальмування інфляції з поточних 12 % річних до 8 % і 6 % відповідно упродовж трьох років зменшить амплітуду заниження обмінного курсу до 75 %, що вдвічі вище рекомендованого в літературі значення для країн з низьким рівнем доходу – 30–40 %. Водночас щорічне зміцнення гривні на 2 % (за підсумком трьох років курс становитиме 24,5 грн/долар) зменшує амплітуду заниження обмінного курсу до 64 %, на 3 % (23,8 грн/долар) – до 60 %, а на 5 % (22,3 грн/долар) – до 50 %. Така траєкторія обмінного курсу не створює загрози втрати цінової конкурентоспроможності, а одночасно створюватиме належний антиінфляційний тиск і «привчатиме» бізнес-середовище і населення до реалії плаваючого обмінного курсу, які відрізнятимуться від нинішніх умов постійно девальвуючого обмінного курсу. Нинішня передбачуваність динаміки обмінного курсу може стимулювати випереджуючий попит на імпорту і не сприяє досягненню інфляційного таргету.



а) офіційний та розрахунковий обмінні курси (грн за долар)



б) амплітуда потенційного заниження ( % )

Рис. 1. Україна: обмінний курс на основі паритету купівельної спроможності, 1996–2016 рр.

Примітка: розраховано на основі порівняльних рівнів цін в Україні та США. Рівноважний обмінний курс на момент запровадження гривні прийнято на рівні тодішніх розрахунків Світового банку – 1,5 грн/долар.

3. Для поступової переорієнтації учасників ринку з коливань обмінного курсу на рівень інфляції необхідний досвід локальної ревальвації гривні, або принаймні її відносної стабільності упродовж довшого періоду часу (не менше року-півтора), що на сьогодні видається необхідною передумовою формування очікувань зниження інфляції та її утримання на стабільно низькому рівні, як це задекларовано Правлінням НБУ.

Для цього необхідно:

- розробити адекватне для України правило грошової політики, що дозволить прив'язати зміни облікової ставки НБУ до визначених інфляційних таргетів та циклу ділової активності,
- поставити перед Верховною Радою питання про необхідність прийняття правила фінансової політики, зокрема у польському варіанті (обмеження на рівень державного боргу – не вище 60 % від ВВП),
- прийняти низку інституційних заходів щодо обмеження готівкового обігу та розширення сфери безготівкових розрахунків (це перебуває у компетенції головним чином виконавчої та законодавчої влади).

Розрахунок правила Тейлора для України показує, що облікова ставка була однозначно заниженою в період 2004–2012 рр. (рис. 2). Це можна вважати однією з фундаментальних передумов для кризових явищ 2014–2016 рр., які стали наслідком нагромадженого грошового «навісу», тим більше небезпечного у доларизованій економіці з можливістю оперативного перерозподілу портфеля активів між гривневими та валютними компонентами. У 2014–2015 рр. динаміка облікової ставки НБУ більш-менш відповідає розрахованій траєкторії, але зниження цього показника восени ц.р. виглядає дещо поспішним, навіть із врахуванням значного «перельоту» інфляції під час останніх двох років.



Рис. 2. Динаміка облікової ставки НБУ на основі канонічного правила Тейлора, 2000–2016 рр.

*Примітка:* Для розрахунків значення інфляційного таргета прийнято на рівні 8 % річних, а «розрив» ВВП отримано за допомогою фільтрації Ходріка-Прескотта.

Правило Тейлора не виключає появи від'ємної облікової ставки НБУ в реальному вимірі, але таке можливе лише за умови значного негативного «розриву» ВВП. Оскільки найближчим часом таке не передбачається, то немає потреби акцентування уваги на такій можливості. З іншого боку, додатна реальна ставка центрального банку зазвичай розглядається додатковим запобіжником для «розкручування» інфляційних процесів, так що відповідна умови принаймні не зашкодить для конкретних українських умов,

4. Пропозиція грошової маси в Україні цілком достатньою на підставі показника монетизації економіки (рис. 3), який досить часто використовується для оцінки достатності грошової маси в економіці України. Вітчизняний показник «грошовий агрегат M2/ВВП» перевищує відповідні значення для країн колишнього Радянського Союзу, включно з Росією, яка, до речі, має стійке додатне сальдо поточного рахунку. Також відчутно нижчою монетизацією характеризується економіка Румунії. В Угорщині та Польщі рівень монетизації приблизно відповідає українському значенню. Монетизація економік Болгарії та Чехії є вищою,

але потрібно врахувати особливості цих двох країн. У Болгарії з 1997 р. підтримується система грошової ради, що забезпечує високу довіру до місцевої грошової одиниці, яка матеріалізується у високому попиті на гроші. Для Чехії можна припустити, що високому попиту на гроші сприяє динамічне зростання ВВП у поєднанні з траєкторією зміцнення грошової одиниці крони.

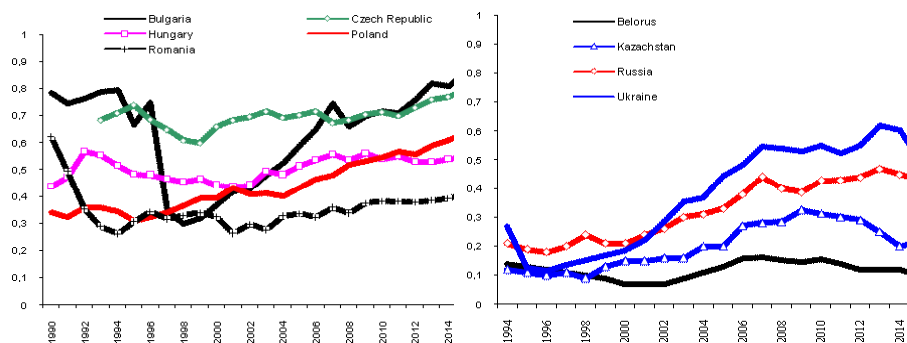


Рис. 3. Співвідношення «грошовий агрегат M2/ВВП»

Примітка: розраховано за даними МВФ *International Financial Statistics*

Зрозуміло, що показник монетизації економіки України значно зростає з врахуванням доларизації грошового обігу. Якщо прийняти наявність в обігу 30–40 млрд доларів (це вдвічі менше від даних інвестиційної позиції), обсяги вітчизняної сукупної грошової маси зростають майже вдвічі. Цього цілком достатньо для обслуговування ефективного функціонування економіки в її сьогодишньому стані (анемічне відновлення економічного зростання).

Примітно, що навіть без врахування валютних активів монетизація економіки України в 2004–2013 рр. нічим не поступалася показнику сусідньої Польщі, яка має набагато вищий показник ВВП на душу населення і демонструє стабільну динаміку економічного зростання (рис. 4). Порівнюючи з традиційно доларизованою економікою Аргентини, вітчизняний показник монетизації виглядає на третину вищим. Подібно у порівнянні з економікою Бразилії, яка доларизована меншою мірою, але характеризується значною інфляційною інерцією.

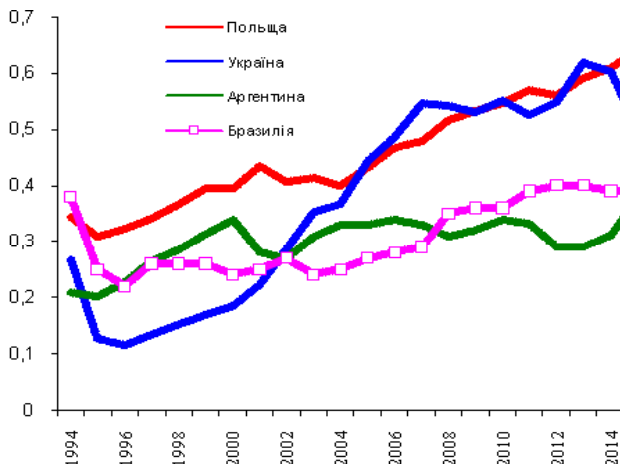


Рис. 4. Порівняння показників монетизації України, Польщі та Аргентини і Бразилії, 1994–2015 рр.

Оскільки ревальвація гривні у доларизованій економіці з необхідністю супроводжуватиметься перерозподілом портфеля активів на користь вітчизняної грошової одиниці, це означатиме збільшення чистого продажу іноземної валюти не лише населенням, але й підприємницькими структурами, що дозволить збільшення пропозиції грошової маси у найбільш прийнятний спосіб – за допомогою монетизації валютних резервів.

5. Обмеження пропозиції грошової маси повинно не лише стимулювати дедоларизацію економіки, але й прискорити процес вирівнювання сальдо поточного рахунку. Оскільки в 2014–2016 рр. рекордна передевальвація гривні так і не позначилася пропорційним відчутним поліпшенням сальдо експорту-імпорту товарів і послуг, це означає відносну слабкість цінового механізму порівняно з альтернативним монетарним механізмом (або портфельним механізмом, що загалом повинен діяти в доларизованій економіці).

6. Високу вартість кредитних ресурсів в Україні визначають не відчутність достатньої пропозиції грошової маси, а очікування девальвації гривні та премія від ризику:

$$r_t = r_t^* + E_t e_{t+1} - e_t + \Delta,$$

де  $r_t$  і  $r_t^*$  – відповідно вітчизняна та зарубіжна процентні ставки,  $E_t e_{t+1}$  – очікування девальвації гривні,  $e_t$  – поточна девальвація гривні,  $\Delta$  – премія від ризику.

Відповідно здешевлення кредитних ресурсів має відбуватися на шляху подолання надмірної передевальвації гривні та зниження різноманітних ризиків, включно з фіскальними та інституційними. Оскільки грошова емісія в конкретному українському контексті асоціюється з ризиком девальвації, звичні залежності моделі IS-LM втрачають актуальність.

7. Хоча канонічне таргетування інфляції не передбачає врахування динаміки грошових агрегатів, на перехідний період пристосування економіки до передаткового механізму процентної ставки доцільно зберегти додатковий індикатор достатності пропозиції грошової маси на основі простого правила Фішера: темп грошової емісії = темп зростання ВВП + інфляції. Якщо на 2017 р. передбачається зростання ВВП на 2–3 %, а інфляція має становити 10 %, то збільшення грошового агрегата M2 має становити 12–13 %. Це відповідає прогнозним орієнтирам співпраці України з МВФ.

Правило Фрідмана досить добре ілюструє динаміку грошової маси в країнах Центральної і Східної Європи (рис. 5а). Для країн колишнього Радянського Союзу (рис. 5б), включно з Україною (рис. 5в), зростання грошової маси значно перевищувало розрахунковий показник до 2008 р., але надалі обидва показники практично співпадають. Виразно помітно, що в 2012 р. грошова емісія в Україні була надмірною.

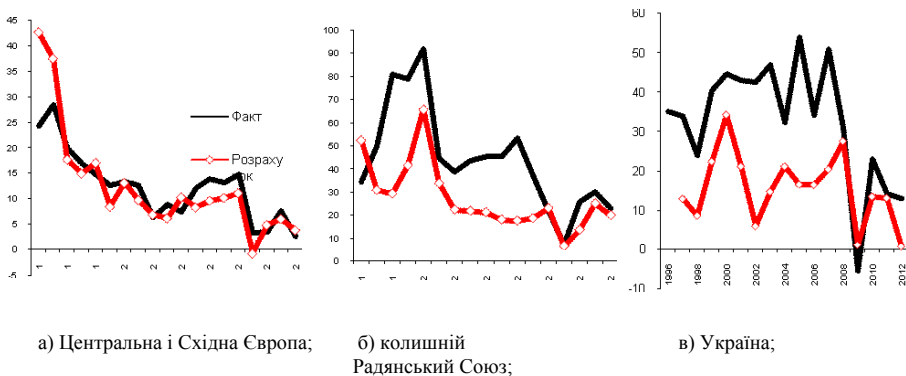


Рис. 5. Фактичний і розрахунковий (правило Фрідмана) темпи зростання грошової маси, %

8. Загалом немає підстав для негативних оцінок нинішньої монетарної політики НБУ, адже супутні умови для її проведення вкрай несприятливі: мінімальні валютні резерви, значний дефіцит бюджету, слабкість банківської системи (до речі, після невдалого кредитного буму 2007–2008 рр.), стагнація світових сировинних ринків, значні ризики, пов'язані з військовим конфліктом на Донбасі та відсутністю дієвої правлячої коаліції у Верховній Раді, пасивність правоохоронних органів щодо зловживань у фінансовій сфері.

Щодо монетарної політики Народного банку Польщі, то його діяльність на початковому етапі запровадження інфляційного таргетування (2000–2005 рр.) шалено критикувалася як чинною на той час лівоцентристською коаліцією, так і право радикальною опозицією. Тодішній голова правління NBP Лешек Бальцерович, який, до речі, на сьогодні задіяний в Українській президентською вертикаллю, перебував у гострому конфлікті практично зі всіма середовищами – від політичного до академічного. В 2001–2003 рр. Польща зіткнулася з глибокою рецесією (безробіття зросло до 18 %), що більшістю польських експертів розглядалося наслідком саме надміру жорсткої монетарної політики, яка не враховує «реалій економічного життя», але тим не менше потужні гарантії незалежного статусу NBP дозволили зберегти курс на створення низької інфляційного середовища і таким чином закласти підвалини майбутнього економічного зростання.

Політика таргетування інфляції передбачає врахування динаміки зростання ВВП за допомогою правила Тейлора, а будь-які інші варіанти недоцільні, тим паче з врахуванням дискретизації дискретної монетарної політики НБУ зразка 2006–2008 і 2011–2013 рр.

Так само слід уникати надміру деталізованих обговорень монетарної політики НБУ в стінах Верховної Ради, адже це підвищує ризики лобізму і не сприятиме досягненню низької інфляційного середовища. До речі, одним із чинників успішності сусідньої Польщі слугує якраз відсутність політизації питань монетарної політики, принаймні на рівні дискусій у Сеймі. Водночас не вдалося уникнути фактів неформального тиску на керівництво NBP. Зокрема, в 2014 р. тодішній міністр внутрішніх справ у неформальній розмові з головою правління NBP М. Бельською переконував останнього в «необхідності підтримати економічне зростання напередодні виборів до Сейму», а керівник NBP взамін просив «прибрати» міністра фінансів Я. Ростовського. Розмова в одному з варшавських ресторанів стала надбанням громадськості і спричинила значний суспільно-політичний резонанс, який значною мірою спричинився до поразки правлячої коаліції на президентських і парламентських виборах 2015 р.

Для України доцільно затвердити траєкторію зниження інфляції до 2 % упродовж наступних 5–7 років і на цьому місії Верховної Ради вважати завершеною, як це зрештою відбулося у тій же Польщі. Рада NBP головним чином визначає щомісячно рівень ставки рефінансування.

**Коптюх О.Г.**

**К.е.н., доц., кафедра банківської справи КНЕУ**

### **Пропозиції щодо удосконалення монетарної політики НБУ**

Економічне зростання в Україні можна забезпечити кількома шляхами. Якщо розглядати стимулюючу роль НБУ, то він може використовувати як стандартні інструменти монетарної політики, так і не стандартні, а також, використовуючи існуючі теоретичні і практичні надбання розвинутих країн в історичному контексті, здійснювати інші заходи.

І. Зокрема, доцільно скористатися досвідом країн з розвинутими економіками, в частині стимулювання пропозиції грошових ресурсів і споживчого попиту. У свою чергу, це має призвести до зростання ВВП темпами, які можуть підпадати під регулювання з боку НБУ за допомогою зміни облікової ставки і запропонованої (проф. Унковською Т.) системи рефінан-

сування (за рахунок уже існуючої ліквідності банків, котра знаходиться в депозитних сетифікатах НБУ).

Наприклад, стимулювання пропозиції з боку банків яскраво демонструє стрімке зростання обсягів заборгованості за кредитами в США, що значно перевищувало зростання ВВП, особливо в період 1980–2009 рр. (рис. 1).

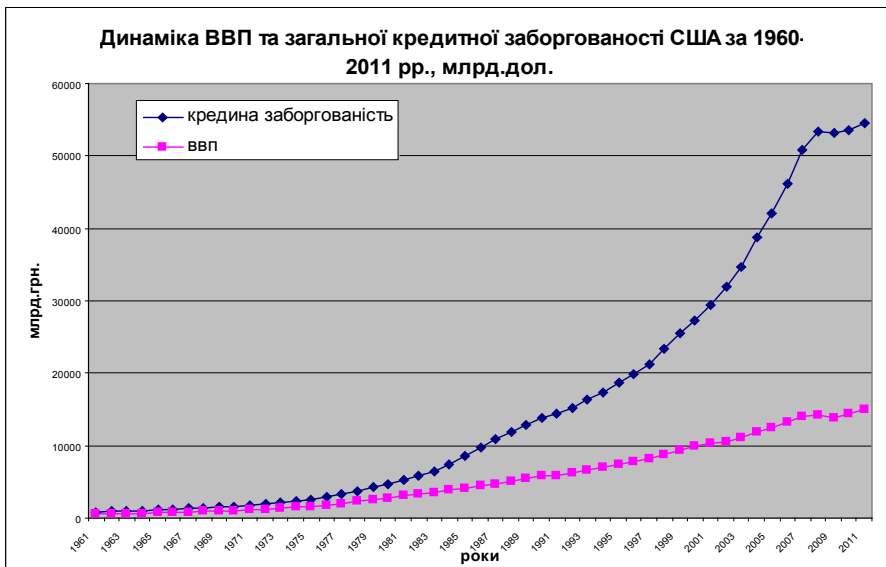


Рис. 1. Динаміка ВВП і заборгованості за внутрішніми кредитами США за 1961–2011 рр.  
(побудовано за даними ФРС США<sup>i</sup> та Світового банку<sup>ii</sup>)

<sup>i</sup>Annual Flows and Outstandings 1945–2011 / Офіційний сайт ФРС США / Електронний ресурс. – Режим доступу: <http://www.federalreserve.gov/releases/z1/current/annuals>

<sup>ii</sup>Офіційний сайт Світового банку.-Електронний ресурс. – Режим доступу: <http://databank.worldbank.org/ddp/home.do?Step=3&id=4>

Тенденція зростання внутрішніх кредитів і ВВП у США, продемонстрована на рис. 1, свідчить, що кредитна заборгованість усіх суб'єктів кредитного ринку США (уряду в т.ч.), особливо, після повної відміни дії золотого стандарту, призвело до майже чотирикратного перевищення над ВВП на кінець 2011 року.

Так, на сьогодні основною проблемою розвинутих економік є борги, які, власне, й поглиблюють кризу. Проте, використовуючи негативний досвід цих країн, аналізуючи помилки, в Україні можна уникнути подібного негативу, а використати лише позитив – економічне зростання.

Теоретичною основою такої схеми можна вважати **Теорію “економіки пропозицій”**. Її практичні рекомендації знайшли широку підтримку і були впроваджені урядом Р. Рейгана у 80-х рр. XX століття у США і запустили процес росту економіки США майже на 30 років (до кризи 2008 р.).

Згідно з даною теорією, пропозиція сама створює собі попит. І саме фактори пропозиції, що впливають на залучення і ефективне використання ресурсів, є визначальними для забезпечення економічного зростання як у коротко-, так і в довгостроковому періодах.

Уникаючи помилок зарубіжних економік, доцільно не допускати зниження облікової і інших ставок до нульового чи від'ємного значення.

Основною причиною кризи у розвинутих економіках якраз і стало зниження до нульових значень облікової ставки (рис. 2). І це було великою помилкою ЦБ, за що Алєн Грінспен, тодішній Голова ФРС, підпадає під постійну критику науковців і практиків.

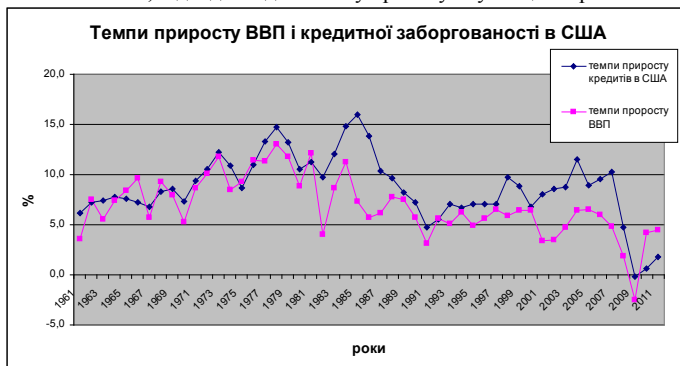


Рис. 2. Темпи приросту ВВП та внутрішньої заборгованості за кредитами в США за 1961–2011 рр.

**II.** Щодо пропозицій відносно переходу НБУ до керованого плаваючого курсу, то негативний досвід минулих років, не дозволяє її позитивно оцінювати. По-перше, не вистачить міжнародних резервів, по-друге, валютний курс знову буде зростати стрибко подібно, як це ставалося не один раз в українській практиці і призводило до значних економічних криз і значного суспільного невдоволення. Наразі, НБУ здійснює незначні інтервенції для згладжування значних коливань валютного курсу і це можна вважати **досить правильним**.

**III.** Основним фактором розвитку і зростання ВВП України може бути лише стабілізація діяльності банківської системи. Необхідно **припинити знищення** українських банків, зменшувати частку російських державних банків і зупинити вплив західних банків. На сьогодні постала значна проблема – повного знищення української банківської системи і вже є очевидним, що Національний банк України поставив собі за мету (не інформуючи про це суспільство) – перетворити вітчизняну банківську систему у таку, де власниками банків будуть виключно іноземці. Великі державні банки знаходяться на порозі повної приватизації іноземними інвесторами. Тут слід акцентувати увагу на кількох загрозах:

1. Іноземні інвестори не ставитимуть за мету розвиток української економіки, оскільки, традиційно, захищають інтереси свої власні та країн базування. Тим паче, нині транснаціональні банки знаходяться в кризовому стані після потрясіння 2007–2008 років. І навряд чи їхній менеджмент буде спроможним змінити свою стратегію з контрциклічної на циклічну, яка єдина спроможна забезпечити швидкий розвиток економіки. Але, зважаючи на низький рівень професіоналізму українських банкірів, котрі за 25 років не зуміли розвинути вітчизняну банківську систему до рівня передових економік, слід розробити систему удосконалення менеджменту банків. Тому, пропозицією у даному напрямку є:

2. Щодо структури капіталу в сенсі власності. Слід провести широку суспільну дискусію (у вигляді конференцій, семінарів, диспутів) щодо структури капіталу банків у сенсі власності: який рівень іноземного капіталу є допустимим, які наслідки для вітчизняної економіки матиме 100 %-ва інтернаціоналізація банківського сектору та ін.

3. Подати пропозиції до відповідних комітетів ВР, щодо законодавчого врегулювання структури власності капіталу банків з урахування світового досвіду.

3. Хоча НБУ здійснює «очищення» банків, де одним із принципів є доброчесність керівництва, все ж власники російських державних банків (РФ країна-агресор), які за усіма канонами не можуть вважатися доброчесними, продовжують працювати в Україні. Слід законо-

давчо врегулювати дане питання з повною забороною знаходження російських банків на території України, як таких, котрі несуть значну загрозу економіці України.

**IV.** Слід виступити з пропозицією щодо **пом'ягшення Базельських вимог до українських банків**, адже вони не можуть конкурувати з великими транснаціональними банками, а базельські вимоги однакові для усіх.

**Чершев Ю.В.,**

**Кафедра банківської справи КНЕУ**

### **Критичні зауваження щодо запровадження режиму інфляційного таргетування**

1. Головним завданням будь-якого центрального банку світу (в тому числі і нашого Національного банку України) є забезпечення стабільності національного грошової одиниці. Тому досягнення прийнятного рівня інфляції є головним завданням центрального банку априорі. Робити наголос на тому, що методика інфляційного таргетування несе в собі щось нове взагалі безглуздо. До того ж, стабільність національної грошової одиниці передбачає досягнення як внутрішньої стабільності грошей (відсутність цінової інфляції), так і зовнішньої стабільності національної валюти (стабільність валютного курсу). Практика інфляційного таргетування, на жаль, робить наголос лише на першому напрямку – ціновій стабільності. А цього замало, особливо для країни, що розвивається.

2. Досягнення прийнятного рівня інфляції є завжди стратегічною ціллю центрального банку. Вона розглядається як першочергова, але не виключна. Поряд з нею, стратегічними цілями є досягнення низького рівня безробіття та загального зростання економічної активності (рост ВВП). Тому обмеження лише одним напрямком грошово-кредитної політики суттєво знижує ефективність діяльності центрального банку.

3. «Ефективність» застосування практики інфляційного таргетування в інших країнах зумовлена насправді ефективним прихованим використанням класичних проміжних завдань монетарної політики – таргетування валютного курсу, грошової маси та процентної ставки. Режим інфляційного таргетування при цьому є ширмою для реалізації інших, менш популярних в суспільстві заходів.

4. Рівень формалізації процедури інфляційного таргетування є найнижчим серед всіх методів грошово-кредитної політики. Це повністю розв'язує руки центральному банку стосовно напрямків/інструментів монетарної політики. Тимчасові відхилення рівня інфляції від зазначеного таргету завжди можна виправдати зміною кон'юнктури ринку (досягаючи при цьому власних оперативних цілей), а суспільство впевнити, що довгостроковий таргет залишається незмінним і буде досягнутий в найближчій перспективі.

5. Режим інфляційного таргетування, на жаль, не передбачає повного усунення проблеми фіскального домінування. У випадку застосування цієї моделі грошово-кредитної політики центральний банк взагалі не обмежений стосовно придбання державних облігацій. Навпаки, проведення активної процентної політики робить необхідним мати суттєвий портфель державних цінних паперів на балансі центрального банку. Усунути проблему фіскального домінування здатна лише практика таргетування грошової бази або таргетування валютного курсу.

6. Досягнення низького рівня інфляції в жодному разі не можна розглядати як оптимальне рішення. Треба обов'язково враховувати стадію інфляційного циклу і робити висновок стосовно стимулюючого чи дестимулюючого впливу наявного темпу інфляції на економічні процеси. В нашій країні цілком можлива ситуація, коли темп інфляції в обсязі 15 % річних буде активно стимулювати економічну активність (спираючись на статистику минулих років можна навіть стверджувати, що 10 % рівень інфляції супроводжується вищим темпом зростання реального ВВП, ніж 5 % рівень інфляції). Проведення дефляційної політики за даних умов призведе лише до обмеження темпів економічного зростання. Це безглуздо.

7. Так само, досягнення низького (5 %, як окреслено в програмі) рівня інфляції не гарантує стабільності економіки та зростання реального ВВП. В умовах домінування інфляції витрат (інфляції пропозиції) будь-який її рівень призводить до занепаду економіки. Навіть на рівні 1–2 %. Це аксіома.

8. Впровадження процентної політики як головного інструменту монетарного регулювання призводить до формування про циклічного характеру грошово-кредитної політики. Активна дефляційна політика на піку циклу ділової активності призводить до ще більшого зростання відсоткових ставок і, як наслідок, занепаду економіки. Навпаки, на початку стадії поживлення економічної активності стимулююча політика низьких відсоткових ставок призводить до надмірного зростання спекулятивних операцій, що гальмує процес піднесення реальної економіки.

9. Трансмисійний механізм інфляційного таргетування передбачає вплив лише на монетарну форму інфляції (інфляцію попиту) шляхом маніпулювання рівнем короткострокових відсоткових ставок міжбанківського ринку. Поза увагою центрального банку залишається немонетарна інфляція (інфляція витрат), що знижує можливості центрального банку щодо таргетування загального рівня інфляції. Окреслюючи головним завданням досягнення певного рівня інфляції і при цьому офіційно впливаючи лише на частину цього процесу (монетарну інфляцію) центральний банк отримує можливість виправдовувати проблеми з досягненням цільового орієнтиру факторами впливу немонетарної складової інфляції. Це завідома неефективна політика навіть з технічної точки зору.

**САВЛУК М.І.,**

**д.е.н., проф., кафедра банківської справи КНЕУ.**

### **ЕКОНОМІЧНЕ ЗРОСТАННЯ В МОНЕТАРНІЙ ПОЛІТИЦІ НБУ**

Поглиблення економічної депресії та загострення банківської кризи посилили увагу громадськості, науковців і політиків до стану справ в економіці та банківській сфері і до пошуку шляхів їх реформування. В цьому відношенні поява альтернативної стратегії розвитку банківської системи 2020 р., є своєчасною і корисною. Головна відмінність її полягає в тому що вся банківська система розвертається «обличчям» до реального сектору економіки, її увага (і відповідальність) концентрується на скоординованих заходах з розвитку реального і банківського секторів економіки у їх взаємозв'язку. Такий підхід методологічно цілком виправданий і відповідає потребам досягнення стратегічних цілей одночасного реформування економіки, в т.ч. її реструктуризації, і монетарної сфери, в т.ч. стабілізації гривні. Адже між оборотом виробничого капіталу, зайнятого у реальному секторі, і оборотом грошового капіталу, зайнятого в банківському секторі, нема непереборної стіни і проблеми, що виникають у кожному із них, є обоюдно-зумовленими і вирішувати їх потрібно взаємоузгоджено.

Не дивлячись на цю перевагу, альтернативну стратегію чекають серйозні випробування на стадіях обговорення, визнання Парламентом, Урядом та НБУ, а також при імплементації в економічну практику. Щоб полегшити вирішення цих проблем, потрібно визначити характер стратегії, за якою розвивалась банківська система в попередні роки, наскільки вона відповідала потребам розвитку вітчизняної економіки і які її наслідки. Оскільки у формалізованому вигляді такі стратегії раніше не розроблялись, звернемося до законодавчих актів, які унормовували діяльність банківської системи.

Судячи з функцій і цілей, які визначені для Національного банку в Конституції України і в Законі «Про Національний банк України», діяльність НБУ, а разом з ним і всіх банків другого рівня, була поставлена в позицію «спиною» до реального сектора, оскільки сприяти економічному зростанню його в цих документах однозначно не зобов'язано.

В Конституції України (1996 р.) функціональне призначення НБУ зведено лише до «забезпечення стабільності грошової одиниці», а про можливості його впливу на економічний розвиток навіть не згадується. У Законі «Про Національний банк України» (1999 р.) функціональне призначення НБУ дещо розширено за рахунок сприяння дотриманню стабільності банківської системи і цінової стабільності. Але для сприяння економічному зростанню у цьому документі місця теж не знайшлося. Лише в 2010 році в змінах до Закону «Про Національний банк України» було передбачено, що НБУ «також сприяє додержанню стійких тем-

пів економічного зростання» за умови що це не перешкоджає досягненню цілей цінової стабільності та стабільності банків [1; 2]. Проте в такому формулюванні це функціональне призначення НБУ носило скоріше декларативний, а не реальний характер, оскільки керівництво НБУ легко могло відмовитись від будь-яких зусиль щодо стимулювання економічного зростання як шкідливих для цінової стабільності.

Чи намагався НБУ власними зусиллями розширити свої можливості щодо впливу на реальний сектор і послабити взагалі недоліки банківського законодавства? Однозначно не намагався. Більше того, він не тільки не проявляв власних подібних ініціатив, але не підтримував ініціатив, які надходили зі сторони, як наприклад, це сталося з Банком реконструкції і розвитку, на створення якого фінансову і організаційну допомогу пропонувала Німеччина, але вона була не прийнята з вини, на наш погляд, НБУ.

Відвернувшись від реального сектору економіки і зосередившись виключно на проблемах монетарної сфери, НБУ поставив себе в ситуацію, у якій був не в змозі успішно виконувати свою основну функцію – забезпечити стабільність гривні. Він втратив можливість активно впливати на формування моделі розвитку економіки України, яка б відповідала критерію стабілізації національних грошей.

Економіка України стихійно формувалась перш за все під впливом критерію максимального і негайного прибутку. Цим критерієм керувались як «новоспечені» приватні бізнесмени, так і державні органи управління економікою. Спільними зусиллями вони побудували глибоко деструктуризовану, високовитратну, зорієнтовану переважно на зовнішні ринки, технічно і технологічно відсталу, високо монополізовану олігархічну економіку, гіперчутливу до кон'юнктури світового ринку. Така економіка за своїм характером є інфляційною, неспроможною послужити базою для стабілізації сучасних грошей. Тому надіятись на те, що банківська система на чолі з НБУ своїми маніпуляціями лише в грошовій сфері зможе забезпечити стабільність гривні – очевидна утопія. Саме ця утопія визначала стратегію монетарної політики НБУ протягом всіх років незалежності, починаючи з 1996 р., яка спрямовувалась переважно на заходи з удосконалення інструментів та механізмів самої монетарної сфери.

Отже, виключення економічного зростання зі стратегічних цілей монетарної політики НБУ позбавило його можливостей запобігати, чи хоч би послаблювати процеси формування того потворного монстра, яким є сучасна економіка України. Така економіка не є, і не може бути достатньою передумовою не тільки для забезпечення стабільності гривні, а й для ефективного функціонування всіх цивілізованих інструментів ринкової економіки – кредиту, валютного і фондового ринків, банків та ін.. Саме в створенні такого економічного монстра криється головна упущена можливість в розбудові ефективної економіки і стабільної грошової системи завдяки однобокості монетарної політики НБУ.

Кількісним проявом цієї упущеної можливості є: 1) відсутність помітного зростання обсягів реального ВВП за весь період незалежності; 2) знецінення гривні відносно долара США більше ніж у 12 разів (за 1996–2015 рр.); 3) знецінення гривні на споживчому ринку у 17,4 разу (за 1996–2015 рр.). Ці цифри наглядно свідчать, що НБУ повністю провалив свою основну конституційну функцію – забезпечувати стабільність гривні. Більше того, ці цифри були б набагато гіршими, якби Україна з космічною швидкістю не наращувала зовнішні позики, за рахунок яких перекривала «чорні дири» в економіці і гальмувала знецінення гривні (оплачувала імпорту товарів широкого вжитку, щоб забезпечити попит на споживчих ринках і стримувати інфляцію, та забезпечувала попит на валютних ринках для стримування девальвації гривні). Валовий зовнішній борг України за 11 років (2004–2015) зріс приблизно на 100,00 млрд дол. США, або більше ніж у 4 рази. Які інфраструктурні, промислові чи соціальні проекти за ці кошти реалізовано? Офіційної звітності нема, тому можна припустити що основну частину цих коштів «проїли» і не використали для інвестування в економіку, що теж вписується в однобоку стратегію монетарної політики НБУ.

Сьогодні вже і наші зовнішні кредитори, і незаангажовані фахівці в Україні добре розуміють, що далі наращувати зовнішній борг на тих же умовах ми не можемо, не маємо права. Висока імовірність відмови у видачі нових позичок з боку зовнішніх кредиторів загрожує су-

спільству важкими економічними, фінансовими і соціальними наслідками. Втрата довіри до України з боку кредиторів – це теж упущена можливість внаслідок не виваженої економічної і монетарної політики, що є серйозним аргументом на користь їх негайного реформування.

Відчутні упущені можливості щодо стимулювання економічного зростання допущені банківською системою, перш за все НБУ, також за окремими напрямками її діяльності.

По-перше, допущені певні перекоси у використанні емісійних ресурсів, створюваних банківською системою в процесі емісійної діяльності. Використовуватись ці ресурси можуть для 3-ох видів суспільних потреб:

формування валютних резервів, монетизація бюджетного дефіциту, рефінансування комерційних банків, у т.ч. на збільшення кредитування реального сектору. Проте, протягом всього періоду незалежності потреби рефінансування банків не були пріоритетними при використанні емісійних ресурсів, а були на 2-му чи 3-му місці в залежності від стану державних фінансів чи кон'юнктури валютного ринку [3, с. 101, 105, 109]. Але й ті емісійні ресурси, які надавались на рефінансування банків, далеко не повністю спрямовувались на кредитування реального сектору. Частка кредитів цьому сектору коливалась в окремі роки від 50 до 60 % сукупного портфелю банків, а решту становили кредити в торгівлю і на споживчі потреби населення, які лише опосередковано могли сприяти економічному зростанню.

По-друге, керуючись однобокою, вузькоцільовою стратегією НБУ розбудовував банківську систему перш за все для обслуговування поточних потреб економіки, зокрема для задоволення платіжних потреб і потреб в обіговому капіталі. На задоволення інвестиційних потреб банки не націлювались ні законодавчо, ні практично. Це значить, що банківська система по суті відмовилась від забезпечення матеріально-технічної бази економіки як головної передумови її успішного розвитку. Тому не дивно, що довгострокові кредити на придбання, будівництво і реконструкцію нерухомості займають мізерну частку в сукупному портфелі корпоративних кредитів банків – 1,9 % на кінець 2014 р., а зараз вона ще менша [4, с. 75–83]. В сучасній економічній ситуації України така політика банківської системи щодо кредитування інвестиційних потреб шкідлива і недопустима.

По-третє, в нормальних ринкових економіках ефективним механізмом впливу на розвиток реального сектору є банківське кредитування. В Україні, на жаль, цей механізм фінансування економічного розвитку використаний явно недостатньо. Як уже зазначалось, банки налаштовані на кредитування лише короткострокових, високодохідних потреб, а сфера інвестиційних потреб залишилась без кредитного забезпечення. І НБУ нічого не зробив для вирішення цієї проблеми.

Вирішити цю проблему можна було б створенням Банку розвитку і мережі спеціалізованих інвестиційних банків. Проте НБУ відмовляється від їх створення посилаючись на те, що в країні немає довгих грошей і що інвестиційне кредитування у нас надто ризикове. Але усувати ці перешкоди – прямий обов'язок НБУ. Якщо ж він і далі проводитиме жорстку політику монетарної рестрикції та не забезпечить законодавчого захисту прав кредиторів, то з кредитних портфелів банків зникнуть і ті 2 % довгострокових кредитів, які ще недавно там значились. Проте і короткострокове кредитування економіки на грані зупинки, причиною чого є надвисокі процентні ставки і кредитні ризики. В свою чергу ці чинники дороговизни кредитів зумовлені високою інфляцією, високими обліковою ставкою і ставками рефінансування та високими кредитними ризиками. Усувати ці чинники – прямий обов'язок НБУ, але він виконає його тоді, коли усвідомить свою відповідальність за розвиток економіки і відповідно перебудує свою стратегію.

По-четверте, ще одним свідченням відвернення банківської системи від реального сектору економіки є поява у банків в останні роки великих обсягів вільної ліквідності, яку масово акумулює НБУ на своєму балансі через депозитні сертифікати. Якщо на кінець 2008 р. таких сертифікатів було продано на 2,8 млрд грн, то на кінець 2014 р. – біля 30 млрд грн. а зараз ця сума наближається до 100 млрд грн. Де взялися ці кошти? Звичайно, вони вилучені з кредитного процесу і на їх обсяг зменшено кредитування економіки і домогосподарств. А щоб бан-

ки не несли збитків чи не знизили депозитні процентні ставки для стримування притоку вкладів, НБУ виплачує їм по депозитних сертифікатах пристойну процентну ставку близьку до ринкової. Направляє ці кошти НБУ на фінансування бюджетного дефіциту, одержуючи свій дохід за ОВДП. І всі задоволені – Мінфін (вважай Уряд), НБУ, комерційні банки і, звичайно, вкладники. Обділеною залишилась лише реальна економіка.

Чи можна було по іншому використати ці кошти? Звичайно, можна. Адже далеко не у всіх банків була надлишкова ліквідність, були і такі, у яких її не хватало, хоч у них серед клієнтів були надійні позичальники і вони використали б ці кошти в інтересах економіки. Проте розпочата НБУ в 2014 р. «зачистка» банків настільки підірвала взаємну довіру між банками, що ринок МБК виявився не в змозі перерозподілити ці ресурси і спрямувати їх в економіку.

В Україні діє заборона на вивіз капіталу за кордон. Контроль за дотриманням цієї заборони покладено на НБУ і він інколи надає дозвіл (ліцензію) на вивіз капіталу. Але ж значна кількість бізнесменів та інших громадян України, активно користуються послугами офшорних зон, де відкривають особливі рахунки і зберігають на них великі кошти. Виникає декілька запитань до НБУ з цього приводу:

- зберігання коштів у офшорах – це вивіз капіталу чи ні;
- якщо це вивіз, а скоріш за все це так, то чи надавав НБУ дозвіл на відкриття офшорних рахунків нашим громадянам;
- якщо надавав, то на яких правових підставах, він порушує заборону на вивіз капіталу;
- якщо зберігання капіталів в офшорах здійснюється без дозволу НБУ, то чому він нічого не зробив щоб перекрити ці валютні потоки, які знекровлюють економіку.

Скоріш за все тому, що не вважає себе відповідальним за стан економіки і її розвиток. Підтвердженням цього може бути той факт, що в Україні вже 22 роки діє тимчасовий декрет «Про систему валютного регулювання і валютного контролю» прийнятий Кабінетом Міністрів, а НБУ з Верховною Радою не спромоглися прийняти Закон архіважливого питання.

Наведених прикладів достатньо щоб усвідомити, які серйозні упущення допустив НБУ у своїй діяльності завдяки стратегії, що базується на надто вузькому, однобокому розумінні його суспільної місії взагалі і цілей його монетарної політики зокрема, і наскільки актуальним є прийняття нової стратегії розвитку банківської системи.

Прибічники чинної стратегії, як правило, посилаються на те, що ЦБ багатьох розвинених країн світу перейшли на режим інфляційного таргетування, яка є вищою формою прояву відвернення банків від реальної економіки. НБУ також об'явив про перехід до режиму інфляційного таргетування у 2016 році. Це рішення ґрунтовно і справедливо розкритиковано багатьма науковцями і практиками і тому не буду на ньому зупинятись. Відмічу лише, що перехід на режим ІТ загальмує реформування і банківської системи, і економіки [5].

Щодо світового досвіду, то напевно чи правильно нам орієнтуватись на центральні банки високорозвинених країн, поскільки вони працюють в зовсім інших економічних і соціально-політичних умовах ніж НБУ. Для нас більш цінною може бути широко визнана думка науковців, яку звичайно наводять у найавторитетніших підручниках. У трьох з них американських авторів, які широко використовуються в провідних університетах США (Ф. Мишкіна, Р. Габбарда, Р. Міллера), наводиться по кілька стратегічних цілей монетарної політики центробанків і серед них значиться не тільки економічне зростання, а й висока зайнятість. Причому ці цілі у двох підручниках поставлені перед ціною стабільністю, що свідчить про те, що саме інтереси економіки (зайнятість і зростання) поставлені в центр суспільної відповідальності центральних банків [6, с. 528; 7, с. 576; 8, с. 646]. Саме такий підхід найбільше відповідає сучасним потребам реформування економіки України.

## ВИСНОВКИ

1. Під впливом об'єктивних і суб'єктивних чинників в українському законодавстві був прийнятий обмежувальний підхід до визначення суспільного призначення (функцій) НБУ. Започаткували цей підхід автори Конституції України (1996 р.), звівши основну функцію НБУ лише до забезпечення стабільності грошової одиниці. Такий же підхід сприйняли і розробники закону «Про Національний банк України» (1999 р.), в якому теж не знайшлося місця

для згадки про завдання НБУ сприяти економічному зростанню. Така згадка з'явилась лише в змінах до цього закону від 2010 р., проте не як про першочергове завдання НБУ, а як про останнє за важливістю і пріоритетністю.

2. Законодавче звуження функціональних завдань НБУ призчинило дві негативні тенденції в практиці функціонування НБУ і банківської системи в цілому. По-перше, посилювалась тенденція відвернення уваги НБУ від проблем реального сектора економіки. По-друге, звужувалось трактування функціональних завдань НБУ в самій монетарній сфері, що закінчилось підміною основної його функції (забезпечення стабільності грошової одиниці) завданням забезпечення цінової стабільності, що відкрило НБУ шлях до запровадження інфляційного таргетування.

3. Зазначені тенденції призвели до серйозного гальмування розвитку економіки України. Зі сфери відповідальності НБУ випали такі важливі завдання як формування довгострокових кредитних ресурсів і забезпечення фінансування інвестиційних потреб господарюючих суб'єктів, підтримання на стабільному рівні валютного курсу, ринкової процентної ставки, інші аспекти банківської діяльності.

4. Виведений з регулятивного впливу банківської системи реальний сектор економіки стихійно сформувався за моделлю, яка за основними якісними параметрами не відповідає потребам стабілізації гривні, внаслідок чого НБУ по суті провалив виконання своєї головної конституційної функції.

6. В ситуації, що склалася в Україні, реформування економічної системи можливе як взаємоузгоджена перебудова її реального сектору, монетарної сфери, банківської системи, що потребує розробки адекватно узгоджених стратегій розвитку кожного із них. Основним критерієм узгодженості цих стратегій повинно бути забезпечення стабільності грошової одиниці. Цим вимогам відповідає альтернативна стратегія розвитку банківської системи до 2020р. Але ця стратегія може набути реального значення якщо буде доповнена адекватними стратегіями розвитку основних секторів економіки на такий же часовий термін та внесенням відповідних змін до законів «Про Національний банк України» та «Про банки і банківську діяльність».

## СПИСОК ЛІТЕРАТУРИ

1. Конституція України.
2. Закон України «Про Національний банк України».
3. Фінансово-монетарні важелі економічного розвитку. Т. 2 / за ред. А.І. Даниленка. – К.: Фенікс, 2008. – 442 с.
4. Криза банківської системи: причини і шляхи виходу / матеріали науково-практичної конференції, 10 червня 2015р. – К.: УБС, 2015. – 143 с.
5. Дзюблук О. Проблеми інфляційного таргетування в сучасній економіці / О. Дзюблук // Світ фінансів. – 2015. – №2. – С. 7–18.

## Розділ 5

### ПРОПОЗИЦІЇ КАФЕДРИ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ ДО ПРОЕКТУ СТРАТЕГІЇ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ НА 2017–2020 РОКИ

Стратегія монетарної політики Національного банку України на 2017–2020 роки – це комплекс стратегічних і тактичних цілей монетарної політики, а також короткострокових і середньострокових дій з монетарного регулювання, спрямований на їх досягнення.

Вона базується на концептуальному розумінні монетарної, валютної, фінансової та економічної політик як скоординованих інструментів цілісної системи макроекономічного регулювання, спрямованої на структурну перебудову, стійкий інноваційний розвиток економіки України та підвищення добробуту її громадян.

В основі Стратегії монетарної політики лежить об'єктивна діагностика структурних проблем економіки, больових точок монетарної і фінансової сфери, які визначають необхідні напрямки спрямування зусиль Національного банку для досягнення тактичних і стратегічних цілей.

Обґрунтованість стратегії базується на

- дослідженні умов стагфляційної макроекономічної динаміки за останні три роки, поточних особливостей інфляційних процесів і монетарного регулювання, а також на результатах їх ретроспективного аналізу з 1996 року – моменту введення національної валюти – гривні;

- дослідженні досвіду країн, що знаходились у подібних стагфляційних умовах і успішно вирішили завдання переходу до помірної інфляції, валютно-курсової стабільності та високотехнологічного економічного зростання;

- врахуванні системних проблем інституційної структури і соціально-економічного стану України, а також ризиків глобальних впливів на вітчизняну економіку

---

#### 5.1. ОБґРУНТУВАННЯ ЦІЛЕЙ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ

---

Глобальні тенденції у монетарній політиці та необхідність реагування на них з боку НБУ. Цілі монетарної політики центральних банків світу за час їх існування<sup>39</sup> значно змінювались, відображуючи консенсус між державою, бізнесом і населенням щодо основи для довіри до національної грошової одиниці. Ця основа приймала різні форми залежно від країни, економічних умов, пріоритетних потреб суспільства та розвитку економічної теорії, яка пояснювала доцільність тієї чи іншої цілі центрального банку.

З 1990-х років основа для довіри вартості національної валюти, знайшла своє вираження у монетарному режимі **інфляційного таргетування**, який включає такі основні елементи:

- визначення та оголошення суспільству цільових меж для індексу споживчих цін (ІСЦ);
- науково-обґрунтований, технократичний процес здійснення грошово-кредитної політики;
- інститути, які забезпечують прозорість центрального банку, його підзвітність суспільству і комунікацію з громадськістю.

Разом з тим, досягнення певного рівня інфляції як пріоритетної мети грошово-кредитної політики було прийнято суспільством лише за умови його переконання, що це максимально можливий внесок грошово-кредитної політики в досягнення цілей економічного зростання, фінансової стабільності, зростання добробуту населення і соціальної справедливості. Саме такого консенсусу дійшли вчені у цей період, обґрунтувавши, що високі темпи зростання кореспондуються з низькою інфляцією (крива Філіпса), а висока інфляція призводить до перерозподільчих ефектів, які підривають суспільну справедливість.

---

<sup>39</sup> Історичний аналіз підготовлено на основі роботи Кричевської Т.О. «Основи довіри до грошово-кредитної політики через призму монетарної історії» (Додаток 1)

У європейських країнах в 90-і роки сформувалися загальний теоретичний консенсус щодо оптимальної цілі і стратегії монетарної політики – інфляційне таргетування; оптимальний рівень інфляції (2–3 % на рік); врахування динаміки цін активів у грошово-кредитній політиці лише тією мірою, якою вони впливають на рівень інфляції (консенсус Джексона Хоула). Політика інфляційного таргетування в провідних економіках залишалась тонко вбудованою у їхні моделі економічного зростання і суспільні договори. Ліберальна політика, що мала яскраво виражений правий ухил, одночасно являла собою компроміс з лівою частиною політичного спектру, що використовувала її як засіб фінансування соціальних програм.

Після початку глобальної фінансово-економічної кризи у 2008 р. почалась зміна парадигми монетарної політики центральних банків<sup>40</sup> і відхилення від консенсусу у багатьох напрямках:

- від пріоритету інфляційної цілі до стимулювання економічного зростання;
- у використанні конкурентного монетарного пом'якшення (*Competitive monetary easing*);
- від процентної до кількісної монетарної політики;
- від короткострокових до довгострокових кредитів рефінансування;
- від концепції *zero lower bound* до концепції *lower bound*;
- від загального регулювання ліквідності до цільового рефінансування;

Президент ЄЦБ (2003–2011) Ж.-К. Тріше пояснює, що в стандартні часи центральний банк має керуватися *етикою переконання* – заснованою на вірі в безумовний авторитет певних цінностей, що передбачає слідування чітко і однозначно заданим стандартам (як-от, інфляційному таргетуванню). Під час кризи центральний банк повинен керуватися *етикою відповідальності*, що передбачає самостійний вибір цілей і засобів їх досягнення і постійну оцінку успішності результатів, націлення на максимізацію результату.

У 2011 р. керівник дослідницького департаменту МВФ О. Бланшар спрогнозував: не працюватиме «чудесний збіг», коли стабільність цін забезпечуватиметься за потенційного ВВП і фінансової стабільності, тож доведеться контролювати усі три цілі, які часом можуть суперечити одна одній; відбудеться перехід від правила Тінбергена «один інструмент – одна ціль» до системи «множина цілей – множина інструментів», коли неможливо буде чітко розподілити цілі між монетарною, фінансовою, макропродуцентною політикою; а в економіках з ринками, що формуються, буде здійснюватися відкрите врахування цілі щодо обмінного курсу поряд з цілями щодо інфляції і економічного зростання.

Виділяються такі ознаки формування нових моделей монетарної політики, що вже проглядаються в межах існуючих монетарних режимів:

- 1) множина цілей – множина інструментів, але комунікація в рамках режиму інфляційного таргетування, що дає звичний номінальний якір (нові монетарні режими визрівають поступово);
- 2) врахування довгострокових економічних і фінансових трендів;
- 3) структурний акцент – стимулювання кредитування реального сектору, малого і середнього бізнесу, заповнення “провалів ринку” у фінансовому секторі;
- 4) потужні розподільчі ефекти актуалізують критерій справедливості у довірі до монетарної політики;
- 5) безпосереднє таргетування центральними банками довіри, оскільки за існуючого рівня розвитку фінансових ринків виникає феномен множинної рівноваги за різних рівнів довіри.

Сучасні світові, зокрема, європейські, тенденції монетарного регулювання спрямовані на підтримку економічного зростання, інтенсивне кредитування реального сектору, зокрема малого і середнього бізнесу.

У розвинених країнах відбувається фундаментальна зміна філософії центрального банківства, яку називають новою ерою монетарної політики<sup>41</sup>. Її сутність в інтенсивному прове-

<sup>40</sup> Adair Turner. The Future of Finance and the theory that underpins it. – London School of Economics and Political Science. – 2015.

денні продуктивної грошової емісії (тобто емісії, яка використовується сектором реального виробництва товарів) і переорієнтації емісійних каналів на стимулювання кредитування реального сектору, зокрема високих технологій, малого і середнього бізнесу.

Так,

➤ ФРС США реалізувала безпрецедентну програму кількісного пом'якшення (*QE*) та стимулювання кредитування малого і середнього бізнесу (*Purchase of MBS Program*). На фоні економічного зростання у США почався процес переходу монетарної політики ФРС до помірного підвищення ставок, проте вона залишатиметься досить м'якою для подальшої підтримки економічного зростання і зайнятості.

➤ Банк Англії вже два роки проводить Програму пільгового рефінансування банків, які кредитують реальний сектор, зокрема малий і середній бізнес (*Funding for Lending Schemes with "incentives for lending skewed towards SMEs"*);

➤ ЄЦБ здійснює цільові довгострокові операції рефінансування для кредитування банками виробництва (*Targeted for Long-Term Refinancing Operations: for non-mortgage banklending*); монетарна політика ЄЦБ у цілому спрямована на запровадження широкої програми кількісного пом'якшення для стимулювання економіки: 10.03.2016 р. відбулось зниження ставки за головними операціями рефінансування до 0 % і розширення програми викупу центральним банком облігацій до 80 млрд євро щомісячно;

➤ Народний банк Китаю провів цільове скорочення обов'язкового резервування щодо операцій кредитування агропромислового комплексу та малого і середнього бізнесу (*Targeted reserve requirement reductions for lending to agriculture and small business*);

➤ Банк Кореї реалізовує пакет стимулювання розвитку малого і середнього бізнесу (*Stimulus package: finance for SMEs*).

У цілому, глобальним трендом є інтенсивне впровадження економічних і монетарних стратегій, спрямованих на активне стимулювання економік, державну підтримку інноваційної активності, підтримку кредитування реального сектору засобами монетарної і структурної політики.

Необхідність у переорієнтації зовнішньої торгівлі України з російських на європейські та інші світові ринки і посиленні конкурентоздатності обумовлює потребу у створенні монетарних умов для стимулювання експорту, зокрема високотехнологічного, підтримки розвитку конкурентоздатного виробництва товарів та послуг на внутрішньому ринку для імпортозаміщення.

Під час криз зростає відповідальність як держави, так і монетарної влади зокрема. Тому не варто надто покладатися на тимчасові консенсуси, що являють собою лише тимчасове згортання критеріїв легітиматії монетарної політики до одного показника за особливих макроекономічних та інституційних умов, а натомість максимально використовувати потенціал монетарної політики як інструмент більш широкої економічної стратегії, спрямованої на структурні реформи і економічне зростання.

Тим більше, що в умовах стагфляційної динаміки економіки України (тобто інфляції на фоні економічної рецесії), а також розвитку інфляцій витрат, саме стимулювання економічного зростання, високотехнологічного експорту і імпортозаміщення є заходами стабілізації динаміки валютного курсу і зниження інфляції.

## 5.2. СТРАТЕГІЧНІ І ТАКТИЧНІ ЦІЛІ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ

З огляду на рецесійний стан української економіки, значну жорсткість грошово-кредитної політики у 2015–2016 роках, кризу кредитування реального сектору і значні виклики з боку глобального середовища, стратегія монетарної політики, є інструментом більш широкої економічної стратегії, спрямованої на структурні реформи і економічне зростання.

<sup>41</sup> Лекція члена Комітету фінансового регулювання професора А. Тернера «Нова ера монетарної політики» <https://www.youtube.com/watch?v=UVQdeb0EdWA>

Унаслідок відкритого сировинного характеру української економіки та високої частки споживчого імпорту валютно-курсова стабільність є основою досягнення цінової стабільності і економічного зростання, тому монетарна політика базуватиметься на паритетному поєднанні цілей:

- забезпечення валютно-курсової стабільності як якоря для зниження інфляції в умовах керованого плаваючого курсу;
- поступове зниження інфляції до однознакового рівня;
- забезпечення створення монетарних передумов для відновлення кредитування реального сектору і стійке економічне зростання.

Національний банк досягатиме цінової стабільності шляхом дотримання кількісних цілей щодо інфляції. **Середньострокова ціль щодо інфляції встановлена на рівні 5 % +/- 1 п. п. у 2020 році** (для річного приросту індексу споживчих цін) і досягатиметься поступово.

Щорічні цілі встановлюватимуться Радою Національного банку з урахуванням пропозицій Правління Національного банку та матимуть на меті поступове зниження темпів інфляції до соціально прийнятних рівнів, які водночас не перешкоджатимуть економічному зростанню і підвищенню зайнятості. Після оголошення цілі не змінюватимуться.

---

### 5.3. БАЗОВІ ПРИНЦИПИ СТРАТЕГІЇ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ

---

Реалізація Стратегії монетарної політики побудована на дотриманні таких принципів.

- **Принцип системності у використанні інструментів і заходів монетарного регулювання.** *Рівень розвитку системи монетарного регулювання повинен бути адекватним рівню складності економіки та умовам режиму гнучкого валютного курсу.* Тому монетарна політика повинна являти собою взаємоузгодженою цілісною системою операцій, заходів та інструментів, яка через канали трансмісійного механізму (процентний, валютний, кредитний, канал цін на активи та канал очікувань) впливатиме у необхідному напрямку на економіку для досягнення цільового синергетичного ефекту – цінової і валютної стабільності без створення перешкод для стійкого економічного зростання.

- **Принцип правильної та чіткої послідовності дій.** *Чітка послідовність здійснення монетарних заходів є такою ж важливою, як і їх зміст.* Помилкова послідовність застосування раціональних заходів валютної та монетарної політики може нівелювати їх позитивний ефект і призвести до наслідків, протилежних очікуванню. Тому монетарні заходи повинні застосовуватися згідно з чітким планом їх реалізації у слушній послідовності та з відповідними поясненнями суспільству для формування соціальної стабільності, довіри і оптимальних очікувань.

- **Принцип системного збалансування грошово-кредитних ринків для відновлення їх рівноваги.** Рівновага будь-якого ринку, зокрема валютного і кредитного – це динамічний стан збалансованості різномірних процесів з боку формування попиту та пропозиції. Ключовим фактором досягнення стійкої рівноваги на офіційних ринках і самоорганізованого, спонтанного зникнення тіньових ринків є мінімізація корупційного та надмірного адміністративного втручання державних органів в економіку. Стратегічні завдання держави, зокрема монетарної влади, – недопущення корумпованого домінування групових бізнес-інтересів, що викривлюють ринкові механізми і створюють штучні бар'єри для конкуренції; забезпечення прозорості та оптимальності (з позицій економіки в цілому) доступу суб'єктів фінансових операцій до грошово-кредитних ринків.

- **Структурні обмеження стратегії.** *Економічними обмеженнями*, які необхідно враховувати, є падіння темпів виробництва ВВП, валютна та банківська кризи, структурні деформації ринкових механізмів у грошово-кредитній системі та низці ключових галузей реального сектору. Внаслідок цього, класичні антиінфляційні методи, побудовані на принципах охолодження попиту, які застосовувалися у розвинених країнах, можуть призвести до загострення кризи. Тому стратегія монетарної політики має бути побудована на *методології поєднання дезінфляції зі структурним підтриманням економічного зростання*, що довела свою успішність у східноєвропейських країнах (Польщі, Угорщині та інших), які подолали стагфляційну кризу у подібних умовах.

При реалізації стратегії монетарної політики необхідно враховувати **соціальні обмеження щодо неприпустимості подальшого зниження рівня життя населення**. Ці обмеження обумовлюються зростанням системних ризиків соціально-політичної напруги внаслідок надмірної нерівномірності розподілу доходів у суспільстві та різкого падіння рівня життя більшості населення, що відбулося під впливом девальвації, прискорення інфляції, втрати депозитів, зростання безробіття.

➤ **Принцип оптимальної координації цілей** – підтримувати довгострокове зростання монетарних і кредитних агрегатів, що відповідає довгостроковому потенціалу економіки щодо збільшення виробництва, з метою досягнення цілей максимальної зайнятості, стабільних цін і помірних довгострокових ставок

---

#### **5.4. ОСНОВНІ ОСОБЛИВОСТІ СТАГФЛЯЦІЙНОЇ МАКРОЕКОНОМІЧНОЇ ДИНАМІКИ І БОЛЬОВІ ТОЧКИ МОНЕТАРНОЇ СФЕРИ, ЩО ПОТРЕБУЮТЬ ЗУСИЛЬ НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ**

---

Економіка України та, зокрема, банківська система протягом останніх двох років знаходяться під впливом значних шоків, що перманентно діють з трьох джерел: зовнішнього воєнно-політичного; внутрішнього структурно-економічного; а також шоків з боку макрорегулювання.

**Особливості розвитку інфляції.** Починаючи з другого півріччя 2008 р. і до кінця 2013 р. цінова кон'юнктура мала дезінфляційний характер. У період кризи 2008–2009 рр. падіння реального ВВП супроводжувалось істотним зниженням темпів інфляції, а знецінення гривні з 5,05 до 7,99 грн/дол. не мало принципового впливу на цінову динаміку. У 2010–2011 рр. відновлення виробництва сприяло відносній стабілізації темпів інфляції у межах 10 %, однак у 2012–2013 рр. економіка знов увійшла у фазу рецесії, а інфляція досягнула свого «дна»: з **гравня 2012 до жовтня 2013 р. річний плиннийрівень інфляції коливався у межах від «мінус» 1,2 % до 0 %, тобто мала місце дефляція**. Суттєвий вплив на забезпечення низького темпу інфляції протягом 2010–2013 рр. мало підтримання стабільного курсу гривні, залучення коштів на депозити та купівлю іноземної валюти, а також насичення продовольчого ринку (внаслідок зростання виробництва у сільському господарстві) на тлі зниження світових цін на продовольство.

**2014 року економіка України увійшла в стан стагфляційної<sup>42</sup> кризи**, яка у 2015 році набула максимального загострення: у квітні галопуюча<sup>43</sup> інфляція сягнула 60,9 % у річному вимірі, а падіння ВВП у I кварталі – 17 %.

**Девальваційний шок** у лютому до 30,01 грн/дол. на офіційному та до 40 грн/дол. на тіньовому ринках спровокував системну банківську кризу та розкручування девальваційно-інфляційної спіралі, що призвело до розвитку галопуючої інфляції.

*Структура відкритої сировинної економіки, якою є Україна, визначає те, що ціновим-якорем є валютний курс. Інфляція є похідною від девальвації національної валюти, а також від адміністративного підвищення цін.*

*Головними причинами інфляції були:*

- 1) зростання цін імпортованих товарів, виражених у національній валюті, внаслідок девальвації гривні, і передача цих ефектів на всі ціни товарів і послуг (pass-through effect);*
- 2) адміністративне підвищення цін і тарифів на житлово-комунальні послуги.*

Внаслідок скорочення доходів населення, зниження платоспроможного попиту і проведення жорсткої монетарної політики до кінця року рівень інфляції знизився до 43,3 %, проте залишився на рівні галопуючої.

---

<sup>42</sup> Стагфляція – (від лат. *Stagno* – робити нерухомим та *inflatio* – роздування), інфляція, що супроводжується стагнацією або падінням виробництва і високим рівнем безробіття.

<sup>43</sup> Галопуюча інфляція – це інфляція на рівні від 20 % до 100 %; наближення індексу споживчих цін до верхньої межі свідчить про зростання ризиків гіперінфляції.

Ключовою особливістю було те, що галопуюча інфляція відбувалась на фоні демонетизації реального сектору економіки, істотного скорочення ВВП і зайнятості. Зростання цін відбувалося на тлі низхідного тренду грошових агрегатів і скорочення реальної заробітної плати. У 2015 р. темпи приросту усіх монетарних агрегатів потрапили у зону від'ємних значень і досягли свого історичного мінімуму. Тобто, інфляція відбувається в умовах дефіциту ресурсів у реальному секторі.

Демонетизація економіки проявилась у падінні рівня монетизації за усіма грошовими агрегатами (відношення грошових агрегатів до номінального ВВП) навіть в умовах падіння реального ВВП. Рівень монетизації за М3 у 2015 р. скоротився майже на 10 п.п. – до 49 %. Зниження платоспроможності населення через девальвацію, інфляцію, втрату частини депозитів, зростання витрат за валютними кредитами і комунальними розрахунками, знизило агрегований попит і призвело до стиснення внутрішнього ринку та додаткового падіння ВВП.

*Тобто зростання цін не є інфляцією попиту, а являє собою інфляцію витрат внаслідок девальвації і зростання цін на імпорту на фоні падіння економіки, що є стагфляційною кризою. Така криза не може бути подолана методами охолодження попиту. Навпаки, необхідно використовувати інструменти боротьби із стагфляцією: «розігрівати» економіку через продуктивну емісію, яка через кредитні канали повинна потрапляти до реального сектору, стимулювати виробництво, імпортозаміщення, насичення внутрішнього ринку вітчизняними товарами, зростання зайнятості і заробітних плат.*

Як наслідок усіх зазначених причин відбувся колапс кредитування реального сектору економіки, який став додатковим фактором гальмування зростання ВВП.

Таким чином, необхідні заходи, з одного боку, щодо зниження інфляції, а з іншого – щодо забезпечення прискореного економічного зростання, зокрема через стимулювання Національним банком кредитування банками реального сектору.

*З огляду на визначені причини інфляції, головними інструментами боротьби з інфляцією повинні бути:*  
*стабілізація валютного курсу через реформу монетарного, валютного і банківського регулювання, спрямованої на*  
*підтримку розвитку експортоорієнтованих виробництв з високою доданою вартістю і створення стимулів для заведення у країну валютної виручки експортерів;*  
*стимулювання кредитування реального сектору, інтенсивний розвиток імпортозаміщення і насичення внутрішнього ринку товарами вітчизняного виробництва;*  
*мораторій на адміністративне підвищення цін і тарифів до подолання кризи.*

Фундаментальною проблемою економіки України, що є системним каталізатором стагфляційних криз, є високий ступінь нерівномірності розподілу доходів і низький рівень життя більшості населення. Для економіки України характерним є надвисокий рівень нерівномірності розподілу доходів: невеликий прошарок населення концентрує у своїй власності значну частку ВВП, яка внаслідок девальвації і зростання гривневого еквіваленту експортних доходів стала ще вищою. Середній клас є нечисленним, частка малого і середнього бізнесу у ВВП становить менше 15 %. За даними ООН більшість населення України живе за порогом бідності, що обумовлює загострення системних соціально-політичних ризиків. Стагфляційна криза внаслідок девальвації, інфляції та зростання безробіття вдарила саме по цій частині населення України. Така структура доходів є також значним макроекономічним ризиком внаслідок стиснення внутрішнього ринку і неповноцінного використання ринкового потенціалу країни з населенням 42,9 млн чоловік.

З усього викладеного випливає висновок, що в Україні відбувається не інфляцією попиту, а інфляція витрат. Тому охолодження попиту не є правильним заходом. Навпаки, погіршення платоспроможності населення внаслідок значної девальвації, інфляції, втрати части-

ни депозитів, зростання витрат за валютними кредитами і комунальними розрахунками знизило агрегований попит і спричинило стискання внутрішнього ринку. Без ужиття заходів, спрямованих на боротьбу зі стагфляцією, тобто без структурного стимулювання економічного зростання низький попит стримуватиме прояв позитивного ефекту девальвації для розвитку внутрішнього ринку і насичення його товарами за рахунок імпортозаміщення. Таким чином, ключовою особливістю, яка визначає стратегію монетарної політики є те, що економіка знаходиться поки у стані стагфляції, тобто інфляційні процеси поєднувались із зниженням ВВП і зайнятості. Це потребує, з одного боку, заходів щодо зниження інфляції, а з іншого – структурної підтримки економічного зростання.

## 5.5. ОСОБЛИВОСТІ ТРАНСМІСІЙНОГО МЕХАНІЗМУ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ

Монетарна політика впливає на рівень інфляції, економічне зростання і зайнятість через трансмісійний механізм монетарної політики, тобто систему каналів, за якими дії центрального банку передаються до економіки. В Україні ця система включає п'ять основних каналів – кредитний (*credit channel*), процентний (*interest rate channel*), валютний (*exchange rate channel*), ціни активів (*assets prices channel*) і канал очікувань (*channel of expectations*) (рис. 1). Вони повинні забезпечувати безперешкодну передачу монетарних імпульсів, створюваних Національним банком, через систему фінансових ринків до реального сектору економіки для досягнення внутрішньої рівноваги (оптимального співвідношення динаміки цін та економічного зростання) і цільового рівня інфляції.

Проте, трансмісійний механізм в економіці України має суттєві вади (про сутність яких сказано нижче), які у поєднанні з певними помилками монетарного регулювання створювали значні інфляційні сплески і одночасно перешкоджають процесам кредитування реального сектору, а відтак економічному зростанню. Головною загальною проблемою зазначених каналів є неповноцінне функціонування усіх сегментів фінансового ринку, особливо міжбанківських валютного та кредитного.

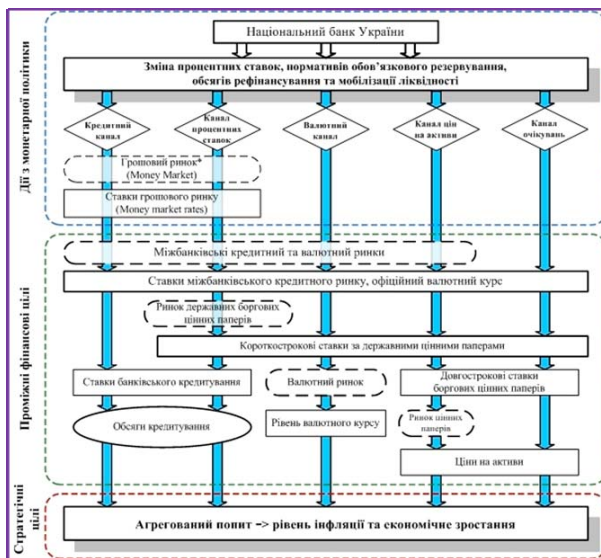


Рис. 5.1. Схема трансмісійного механізму монетарної політики Національного банку (джерело: presentation Kireyev, IMF, 2014)

**Процентний канал** в умовах гнучкого курсу повинен бути головним каналом впливу монетарної політики на економічний розвиток та інфляцію зокрема. Перший ланцюг дії процентного каналу – це механізм впливу інструментів монетарної політики на процентні ставки міжбанківського ринку, далі – на всю структуру процентних ставок в економіці, зокрема на ставки за кредитами і депозитами у банківській системі. Другий ланцюг – вплив банківських ставок на рішення домогосподарств і бізнесу щодо заощаджень, кредитування та інвестицій, а далі – на інфляцію й економічне зростання.

*Основними проблемами, що перешкоджають дії процентного каналу, є:*

1. До 2015 року спостерігався низький рівень кореляції між процентними ставками Національного банку і ставками міжбанківського ринку, що відображало слабкість функціонування процентного каналу.

З моменту підвищення облікової ставки до 30 % і ставок овернайт за активними і пасивними операціями постійного доступу *сформувався коридор, у якому коливались ставки міжбанківського ринку*, що є позитивним кроком у напрямку їх керованості. Проте, внаслідок неоптимальних меж коридору (зокрема, завищеної ставки за депозитними сертифікатами) створено конкурентнонадпривабливий інструмент (безризиковий і високоприбутковий) на банківському ринку активів і цим викликано ланцюгову реакцію негативних явищ – розкручування спіралі профіциту ліквідності, зростання витрат стерилізації та здійснення непродуктивної емісії за каналом процентних виплат, блокування мотивів банків до вкладення коштів в інші активи, зокрема у кредитування реального сектору. Це перешкоджає ефективній дії процентного каналу і впливу центрального банку на інфляцію та економічне зростання.

Шляхи вирішення проблеми знаходяться у площині комплексних заходів щодо переходу до дискреційної монетарної політики та розширення коридору ставок операцій постійного доступу – підвищення ставок за кредитами рефінансування овернайт і зниження ставок за депозитними сертифікатами овернайт. Ризик того, що зниження ставок за депозитними сертифікатами призведе до спрямування профіциту ліквідності на спекулятивні валютні операції та посилення девальваційного тиску, буде мінімізований за рахунок переходу до дискреційної монетарної політики і запропонування банкам альтернативних інструментів вкладання коштів.

2. Дія процентного каналу послаблюється внаслідок значних ризиків нестабільності банківської системи, валютного курсу та інфляції. Через домінуючий вплив низького рівня довіри до банківської системи, девальваційних та інфляційних очікувань процентні ставки мають невеликий вплив на рішення суб'єктів ринку щодо розміщення коштів на депозитах у банках.

3. Ключова процентна ставка визначена як ставка за депозитними сертифікатами НБУ (терміном 14 днів), тобто за пасивними операціями центрального банку на досить високому рівні. Це створює перешкоди для міжбанківського кредитування, ефективної трансмісії за процентним каналом і викривлює функцію ключової ставки надання оптимальних інформаційних сигналів учасникам ринку. Центральні банки, які працюють в умовах економічної рецесії, обирають в якості ключової ставки монетарної політики (*keypolicyrate*) або цільове значення для процентних ставок міжбанківського ринку, або ставку за активними операціями.

**Кредитний канал трансмісії** повинен забезпечувати вплив монетарної політики, зокрема процентних ставок центрального банку на обсяги банківського кредитування і далі – на процеси інфляції та економічного зростання. Кредитний канал є доповненням до процентного каналу і повинен розглядатися у комплексі з ним.

*Основними проблемами, що перешкоджають дії кредитного каналу, є:*

1. Послаблення дії зазначеного каналу внаслідок стану неефективної рівноваги на кредитному ринку – низького платоспроможного попиту на кредити та їх невеликої пропозиції з боку банків. Тому проблеми кредитного каналу повинні розглядатися системно як з боку попиту на кредити, так і з боку їх пропозиції.

2. Зниження платоспроможного попиту на кредитні ресурси внаслідок падіння виробництва, низької ділової активності, несприятливого бізнес-клімату через корупцію і зарегулю-

ваність, переобтяження потенційних позичальників проблемами погашення раніше отриманих кредитів (зокрема внаслідок значної девальвації). Основні шляхи вирішення цих проблем лежать як у площині економічної політики Уряду щодо структурних реформ, так і в сфері монетарного регулювання Національного банку щодо забезпечення валютної, цінової та банківської стабільності.

3. Послаблення кредитного каналу через зниження пропозиції кредитних ресурсів з боку банків, зокрема, внаслідок певних вад монетарного регулювання. До таких вад відносяться домінування операцій постійного доступу і висока ставка за депозитними сертифікатами Національного банку зокрема. Це створило високу конкурентну привабливість депозитних сертифікатів НБУ у порівнянні з іншими ринковими активами та знизило мотивацію банків до кредитування як інших банків, так і підприємств реального сектору. Тобто, центральний банк у цьому випадку діє не як ефективний монетарний регулятор, а як «успішний» конкурент на ринку банківських ресурсів і активний учасник створення спіралі профіциту ліквідності, що порушує нормальне функціонування кредитного каналу.

**Валютний канал монетарної трансмісії** містить два ланцюги впливу монетарної політики: перший – це вплив інструментів монетарного регулювання на валютний курс, другий – вплив змін валютного курсу на економіку, зокрема на інфляцію (*exchange rate path-through*).

*Основними проблемами функціонування валютного каналу є такі:*

1. Валютний канал в Україні характеризується нелінійністю зв'язків, зокрема схильністю до ризиків розкручування девальваційно-інфляційної спіралі, *дуже високою потужністю та швидкістю передачі імпульсів*, що потребує особливої виваженості Національного банку України у прийнятті рішень.

2. Зазначена особливість підсилюється тим, що до 2014 року традиційним було ставлення влади до курсу як до політичної змінної. Валютний курс виконував функцію якоря стабільності – цінової, фінансової, соціально-політичної і тому жорстко регулювався у фіксованих межах. Внаслідок цього зміна валютного курсу без створення альтернативного якоря стабільності тягне за собою вибухову ланцюгову реакцію у фінансових, бюджетних, макроекономічних та соціально-політичних процесах. В умовах гнучкого курсу така особливість валютного каналу потребує невідкладних дій Національного банку щодо забезпечення альтернативного якоря стабільності за рахунок формування дискреційної монетарної політики, підвищення якісного рівня управління ліквідністю банківської системи та розвитку позитивної сигнальної ролі монетарних операцій.

3. Українська економіка є малою відкритою економікою (*small open economy*) з високим ступенем відкритості (відношення зовнішньо-торгпвельного обороту до ВВП складає більш ніж 120 %) і великою часткою цін імпортованих товарів і послуг в індексі споживчих цін. Тому внаслідок високого ефекту проходження (*path-through effect*) девальвація гривні призводить до швидкого розкручування інфляційних процесів. Послаблення зазначеної залежності передбачає розвиток внутрішнього ринку з боку попиту і пропозиції, а також стимулювання кредитування реального сектору, у тому числі малого та середнього бізнесу.

4. Значні валютні, адміністративні і корупційні обмеження не сприяють припливу валютних коштів у країну, що перешкоджає ефективній роботі валютного каналу в напрямку стабілізації валютного ринку та його виходу «з тіні». У міру запровадження дискреційної монетарної політики необхідно послаблювати валютні обмеження для підвищення довіри до монетарного регулятора і до національної валюти.

**Канал очікувань** є каналом, що синтезує дію усіх інших каналів і визначає економічну поведінку суб'єктів ринку. Він містить три взаємопов'язаних ланцюги: від дій з монетарного регулювання – до очікувань суб'єктів ринку, від очікувань – до прийняття рішень і відповідної економічної поведінки, від економічних рішень суб'єктів – до результатів макроекономічного розвитку та інфляції.

Очікування формують трансмісійний канал потужної сили і швидкості. Він є важелем подвійної дії: у разі ефективного монетарного регулювання – має значний позитивний вплив на економіку, у разі помилкових дій – провокує масові дії населення, що спрямовані на захист

своїх коштів, величезні макроекономічні когерентні ефекти, зокрема, зняття депозитів, підвищення активності на валютному і товарному ринках, що збільшує девальваційний та інфляційний тиск.

Чітке визначення проблем інструментів, операцій, а також трансмісійного механізму монетарної політики Національного банку дозволяє розробити систему стратегічних заходів щодо оптимізації монетарного регулювання для зниження інфляції та її стабілізації на стало низькому рівні з одночасним створенням можливостей для економічного зростання.

---

## **5.6. СИСТЕМАСТРАТЕГІЧНИХ І ТАКТИЧНИХ ЗАХОДІВЩОДО ОПТИМІЗАЦІЇ МОНЕТАРНОГО РЕГУЛЮВАННЯ, ЗНИЖЕННЯ ІНФЛЯЦІЇ ТА СТВОРЕННЯ ПЕРЕДУМОВ ДЛЯ ЕКОНОМІЧНОГО ЗРОСТАННЯ**

---

➤ **На першому етапі** для оптимізації управління ліквідністю банківської системи і зниження інфляції має бути здійснений перехід від домінування операцій постійного доступу до дискреційної монетарної політики.

Сутність зазначеного переходу полягає в тому, щоб при тимчасовому збереженні валютних обмежень досить швидко змінити операційну структуру монетарної політики з аккомодативної (яка більше відповідає умовам фіксованого курсу або дефляції) на дискреційну, що відповідає режиму гнучкого курсу, цілям зниження інфляції і дозволяє створити альтернативний фіксованому курсу якір стабільності в економіці. Після цього слід поступово лібералізувати валютні обмеження для стимулювання припливу валютних коштів в країну і стійкої стабілізації валютного ринку. Для **переходу до дискреційної монетарної політики** необхідними є дії у такій послідовності (правильна та чітка послідовність є дуже важливою).

**1) В якості основних операцій управління ліквідністю банківської системи розвинути використання операцій РЕПО та інших операцій на відкритому ринку щодо надання і мобілізації ліквідності.** Зраз функцію абсорбції ліквідності в основному виконують операції постійного доступу за депозитними сертифікатами овернайт, що проводяться за ініціативою банків і не дозволяють Національному банку України ефективно мобілізувати структурний профіцит ліквідності та відновити нормальне функціонування міжбанківського ринку. Тобто, необхідно кардинально змістити активність з монетарних операцій постійного доступу до монетарних операцій на відкритому ринку. Згідно з успішним досвідом багатьох країн базовими інструментами для операцій на відкритому ринку можуть бути як державні облігації, так і короткострокові та середньострокові (від 6 місяців) депозитні сертифікати центрального банку. Це сприятиме розвитку дискреційної політики і оптимізації регулювання ліквідності банківської системи.

**2) Оптимізувати інструментальну структуру та обсяги операцій монетарної політики з огляду на умови гнучкого курсу і необхідність зниження інфляції.** Для цього слід чітко структурувати операції монетарної політики за якісно різними групами наступним чином.

**Перша група – основні операції з надання і мобілізації ліквідності – операції на відкритому ринку (*Open market operations*),** обсяг яких повинен складати домінуючу частину обсягу всіх операцій Національного банку з управління ліквідністю банківської системи.

Основні операції повинні включати у себе:

- базові операції на відкритому ринку (операції РЕПО та інші), що проводимуться на регулярній основі (*Basic open market operations*);
- операції додаткового регулювання ліквідності у разі необхідності, тобто операції тонкого налаштування (*Fine-tuning operations*);
- структурні операції регулювання ліквідності (*Structural operations*).

**Друга група – операції постійного доступу (*Standing facilities*),** які повинні мати невеликий обсяг і використовуватись переважно для визначення коридору процентних ставок міжбанківського ринку овернайт. До цієї групи операцій відносяться операції рефінансування овернайт і операції овернайт з депозитними сертифікатами Національного банку України.

Критеріями ефективності операцій першої групи повинні бути їх конкурентна привабливість для банків і формування **оптимального обсягу ліквідності у банківській системі**, що сприятиме зниженню інфляції без порушення мотивації до кредитування реального сектору.

Ефективність операцій другої групи визначається **оптимальністю меж створюваного ними коридору процентних ставок** і мінімізацією їх обсягів. Ставки за операціями постійного доступу повинні мати характер штрафів за помилки банківського менеджменту і не повинні заважати активності на міжбанківському ринку та проведенню операцій першої групи на відкритому ринку.

Необхідно розробити динамічну модель оптимального рівня ліквідності банківської системи України на базі сучасного підходу у моделюванні – динаміки складних мереж. Модель дозволить у шоденному режимі приймати ефективні рішення щодо проведення операцій на відкритому ринку для оптимізації рівня ліквідності банківського сектору.

**3) Одночасно з розвитком операцій першої групи необхідно вивести операції постійного доступу Національного банку із розряду конкурентно привабливих** через розширення коридору процентних ставок: ставки за депозитними сертифікатами овернайт знизити, а ставки за рефінансуванням овернайт підвищити. Ці ставки (за своїм традиційним призначенням у світовій практиці монетарного регулювання) виконуватимуть лише функції визначення коридору процентних ставок та штрафування за неефективний банківський менеджмент, а необхідні обсяги ліквідності будуть надаватися або мобілізуватимуться через операції РЕПО, а також інші операції на відкритому ринку.

**4) Визначити в якості операційної (проміжної) цілі управління ліквідністю банківської системи ключову ставку монетарної політики (*key policy rate*)**, рівень якої буде цільовим для ставок міжбанківського ринку. Ключова ставка відіграватиме роль проміжного якоря для цінової і валютної стабільності. Зараз фактично ставка попиту (*bid*) міжбанківського кредитного ринку тяжіє до значення процентної ставки за депозитними сертифікатами овернайт, яка внаслідок її високого рівня та специфіки операцій постійного доступу блокує мотивацію банків до кредитування і створює спіраль профіциту ліквідності. Облікова ставка зможе набути змісту ключової ставки (*key policy rate*), тобто цільової ставки для міжбанківського ринку овернайт у тому випадку, якщо буде виконано заходи щодо оптимізації структури та обсягів монетарних операцій, які зазначені у попередньому пункті.

Доцільно офіційно запровадити спеціальну назву для середньозваженої ставки овернайт міжбанківського ринку України, наприклад **UONIA** або **UKRON** тощо (аналогічно назвам ставок міжбанківського ринку **EONIA, SONIA, LIBOR, STIBOR** в інших країнах).

Для формування позитивних очікувань учасників ринку і зниження невизначеності розробити графік оголошень рівня ключової ставки та відповідних прес-конференцій з детальними поясненнями.

**5) Супроводжувати розвиток операцій на відкритому ринку виваженою, професійною, детально підготовленою та активною комунікаційною політикою** для пояснення змісту переходу до більш розвиненої монетарної політики і дискреційного управління ліквідністю. Це матиме стабілізуючий характер і сприятиме зниженню девальваційних та інфляційних очікувань.

**6) Після активізації роботи міжбанківського ринку і подолання його фрагментації розробити і впровадити заходи політики обов'язкового резервування з позицій оптимізації її параметрів і створення помірного структурного дефіциту ліквідності у банківській системі для забезпечення керованості процентних ставок монетарним регулятором.**

**7) Запровадити інструменти і операції монетарної політики для стимулювання кредитування реального сектору економіки, особливо його високотехнологічного сегменту, малого та середнього бізнесу.** З цією метою розробити середньострокові інструменти та схеми рефінансування прозорих і стійких українських банків для збільшення їх портфелів кредитів підприємствам реального сектору, зокрема високотехнологічним, а також малому і середньому бізнесу (***funding for lending scheme***). Розробити чіткі індикатори ефективності та механізми контролю реалізації цих схем. Головним принципом такого структурного рефінан-

нсування повинна бути залежність його розмірів і процентної ставки від обсягу та якості банківського портфеля кредитів для підприємств реального сектору.

**8) Запровадити інструменти та операції монетарної політики, які переорієнтовуватимуть кошти, що задіяні у розкручуванні спіралі профіциту ліквідності на кредитування реального сектору економіки.** З цією метою запровадити монетарні інструменти середньострокової дії від 1 року (зокрема, середньострокові депозитні сертифікати НБУ) для мобілізації зазначених коштів і подальшого їх спрямування у реальний сектор через механізми структурного рефінансування (*funding for lending scheme*), що зазначені у п. 7.

**9) Послабити валютні обмеження, зокрема для експортерів, та ініціювати разом з Урядом заходи щодо стимулювання надходження у країну валютної виручки експортерів шляхом автоматичного повернення їм ПДВ.**

➤ **На другому етапі** за умов успішного виконання заходів першого етапу стратегії та подолання стагфляційної кризи необхідною є стабілізація інфляції на стало низькому рівні і підтримка стійких темпів економічного зростання. На цьому етапі стане можливим повноцінний перехід до режиму гнучкого інфляційного таргетування (*FIT – Flexible Inflation Targeting*).

## ОПЕРАЦІЙНА СТРУКТУРА МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ ЦЕНТРАЛЬНИХ БАНКІВ ІНШИХ КРАЇН

| Країна, центральний банк                   | Монетарний режим-факто, головна ціль                                | Ключова ставка монетарної політики (KPR – key policy rate)                                                                                                                   | Ставка міжбанківського ринку (rate of interbanking market) | Принципи операційної структури монетарної політики                                                                                                                                                                                                | Операційна (проміжна) ціль (operational or intermediate target)            | Головні операції для управління ліквідністю (main refinancing operations)                                                                                                                                                    | Операції постійного потоку (standing facilities) для встановлення коридору                                                                                                             | Управління обою яковими резервами (reserves requirements management)                                                                                                                                  |
|--------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Банк Англії<br>BoE – Bank of England       | Гнучке інфляційне таргетування (FTT – Flexible inflation targeting) | KPR – Bankrate – ставка, за якою нараховуються проценти на всі банківські резерви на коррахунках у Банку                                                                     | SONIA – sterling overnight interest rate                   | Банки підтримують загальний рівень резервів, обраних їх обсяг між 0 та 11 тис. мільярдів фунтів, виплати за ставкою Bank Rate. Перевіщення обсягів резервів у середньому за період або за окремий день штрафуються. (floor-system since May 2006) | Таргетування міжбанківської ставки, Ціль – KPR; SONIA → Bank Rate          | Операції на відкритому ринку (OMO) для надання ліквідності, з 5 березня 2009 введення додатковий інструмент <i>APF – Asset Purchase Facility; Funding for Lending Scheme</i> для стимулювання кредитування реального сектору | Операції за депозитом Банку overnight – ніжня межа; Операції рефінансування операцій overnight – верхня межа ставок грошового ринку                                                    | Необхідно підтримувати середній рівень резервів протягом періоду між засіданнями Комітету монетарної політики                                                                                         |
| ФРС США<br>Fed – Federal Reserve System    | Гнучке інфляційне таргетування (FTT – Flexible inflation targeting) | KPR – цільове значення міжбанківської ставки, затверджуватися Фед. Комітетом відкритого ринку – Fed funds target, by FOMC                                                    | Ставка резервних фондів – Fed-fundrate                     |                                                                                                                                                                                                                                                   | Таргетування міжбанківської ставки, ціль – KPR; Federal fund rate → KPR    | Операції на відкритому ринку (OMO) для надання ліквідності                                                                                                                                                                   | Операції за депозитом overnight – нижня межа; Операції рефінансування операцій overnight – верхня межа ставок грошового ринку, ставки за своїм принципом мають штрафний характер       | Резерви вимоги повинні витримуватися у середньому за один-два тижні (в залежності від інструменту), на всі резерви сплачуються проценти з 2008 р. за KPR (Конгрес США дозволив цей принцип з 2008 р.) |
| Європейський Центральний Банк (ECB)        | Інфляційне таргетування (IT – inflation targeting)                  | KPR – цільова ставка міжбанківського ринку (minimum-bidrate) – the main refinancing rate – найнижча ставка, за якою банки можуть отримати шорт-термову підтримку ліквідності | EOIA                                                       |                                                                                                                                                                                                                                                   | Таргетування міжбанківської ставки, ціль – KPR; EOIA → KPR                 | Операції на відкритому ринку (OMO) для надання ліквідності; MRO (генеральні операції з повним розподілом за фіксованою ставкою) LTRO (1, 3 months, 1 year) – довгострокові операції рефінансування Fine-tuning Op.           | Операції за депозитом Банку overnight – нижня межа; Операції рефінансування операцій overnight – верхня межа ставок грошового ринку, ставки за своїм принципом мають штрафний характер | Резерви вимоги повинні витримуватися у середньому за один-два тижні (в залежності від інструменту) – між засіданнями Комітету monetary policy meeting                                                 |
| Швеція, Центральний банк Швеції – Riksbank | Інфляційне таргетування (IT – inflation targeting, CPI 2 %)         | KPR – цільова ставка міжбанківського ринку – Keuyate (repo)                                                                                                                  | STIBOR Tomorrow next                                       | STIBOR в межах коридору, що утворюється операціями по ширині коридору ± 10 базисних пунктів Corridor system                                                                                                                                       | Таргетування міжбанківської ставки, ціль – KPR; STIBOR Tomorrow next → KPR | Операції на відкритому ринку (OMO); Шоттижневі REPO – для надання ліквідності; Riksbank certification – для мобілізації коштів; поділений fine-tuning operations для підтримання операційної цілі                            | Операції за депозитом Банку overnight – нижня межа; Операції рефінансування операцій overnight – верхня межа ставок грошового ринку, ставки за своїм принципом мають штрафний характер |                                                                                                                                                                                                       |

| Країна, центральний банк                                          | Монетарний режим-факто, головна ціль                                  | Ключова ставка монетарної політики (KPR – key policy rate)                                                                                                                       | Ставка міжбанківського ринку (rate of interbanking market) | Принцип операційної структури монетарної політики                                                                                                                                                                                                                          | Операційна ціль (operational or intermediate target)                                             | Головні операції для управління ліквідністю (main refinancing operations)                                                                                                                   | Операції постійного ринку (standing facilities) для встановлення коридору                                                                | Управління обов'язковими резервами (reserves requirements management) |
|-------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------|
| Канада, Центральний банк Канади BoC – Bank of Canada              | Інфляційне таргетування (IT – inflation targeting, CPI 2±%)           | KPR – цільова ставка міжбанківського ринку – 3 21 квітня 2009 це ставка, за якою Банк платить за депозитами (перехід від corridor-system to floor-system)                        | LIBOR overnight                                            | LIBOR в межах коридору, що утворюється операціями постійного доступу, ширина коридору ± 50 базисних пунктів. Традиційно Corridor system                                                                                                                                    | Таргетування міжбанківської ставки, ціль - KPR: LIBOR overnight → KPR                            | Операції на відкритому ринку (OMO): щоденні РЕПО - для надання ліквідності; Deposit certificates - для мобілізації коштів; щоденні Fine-tuning operations для підтримання операційної шпіль | Операції за депозитним ринком (overnight) – банка міжбанківського ринку; операції рефінансування верхня межа ставок грошового ринку;     | Система нульових резервів – Zero reserves system                      |
| Нова Зеландія, Банк Нової Зеландії                                | Інфляційне таргетування (IT – inflation targeting, CPI 2±%)           | KPR - цільова ставка міжбанківської ставки: OCR – Official Cash Rate, затверджується, Комітетом монетарної політики                                                              | Overnight rate                                             | Over night rate в межах коридору, що утворюється операціями постійного доступу, традиційно Corridor system, після початку кризи тимчасовий перехід до Floor-system                                                                                                         | Таргетування міжбанківської ставки, ціль - KPR: Overnight rate → Official Cash Rate              | Операції на відкритому ринку (OMO): Щоденні РЕПО - для надання ліквідності; Deposit certificates - для мобілізації коштів; щоденні Fine-tuning operations для підтримання операційної шпіль | На обох ярусах резерви нараховуються відсотки за OCR, на наднормативні резерви нараховуються відсотки OCR-100 b.p.                       |                                                                       |
| Банк Норвегії Norges Bank                                         | Інфляційне таргетування з 2001 р. (IT – inflation targeting, CPI 2 %) | KPR - ставка Банку за депозитами overnight – формує нижню межу ставок грошового ринку                                                                                            |                                                            | За усіма резервами виплачується процент KPR. Система нижньої межі (floor-system) гарантована ставка забезпечується пролонгцією оптимального обсягу ліквідності (floor-system)                                                                                              | Таргетування міжбанківської ставки, ціль KPR                                                     | Рефінансування за фіксованою ставкою за Американським аукціоном (F-loans – fixed rate loans)                                                                                                | Операції за депозитним ринком та операції рефінансування overnight за ставкою KPR-1 п.п. – забезпечує верхню межу ставок грошового ринку | Немає вимог за обов'язковими резервами                                |
| Швейцарія, Центральний банк Швейцарії – SNB – Swiss National Bank | Інфляційне таргетування (IT – inflation targeting, CPI ≤ 2 %)         | KPR – Reference rate цільове значення для Three-month LIBOR for Swiss franc; Цільовий коридор для Three-month LIBOR for Swiss franc затверджується Комітетом монетарної політики | Three-month LIBOR rate for Swiss franc; Repo rate          | Three-month LIBOR for Swiss franc в межах цільового коридору, що утворюється операціями РЕПО, Банк так встановлює структуру витратів РЕПО, що банкам необхідно поділено завдання за ліквідацією до Банку для підтримання обов'язкових резервів, традиційно Corridor system | Таргетування міжбанківської ставки, ціль - KPR: Three-month LIBOR for Swiss franc → target range | Операції на відкритому ринку (OMO): Щоденні РЕПО аукціони; термін РЕПО зазвичай – тиждень, якщо потрібно – від операцій до року                                                             | Відсутні                                                                                                                                 | Встановлені обов'язкові резерви для цільового підтримання             |

ІСТОРИЧНА ДОВІДКА ЩОДО ЦІЛЕЙ ЦЕНТРАЛЬНИХ БАНКІВ<sup>44</sup>

У Середньовічній Європі перші державні банки (della Piazza de Rialto у Венеції, заснований 1584 р., Банк Амстердаму у Голландії, заснований 1609 р.) створювалися в італійських містах державах і північно-європейських торговельних державах з метою сприяння торгівлі шляхом забезпечення надійного зберігання грошей і якісних розрахунків. Надійність зберігання грошових запасів забезпечувалася завдяки забороні таким банкам використовувати ці вклади на кредитування й інвестування, тобто вони були *депозитно-розрахунковими*. Якості розрахунків досягали перерахуванням різномірних монет, які перебували в обігу у торговельних державах, в ідеальні умовні «банківські монети» (що відповідали або певній вазі дорогоцінного металу, або найбільш якісній монеті). Довіра до безготівкових банківських монет Банку Амстердаму, яким захоплювався А. Сміт, була такою високою, що їх можна було продати міняйлам із премією за золото чи срібло [1, с. 349–355]. Утім, такого роду банки спіткав один кінець – рано чи пізно уряди не могли втриматися від використання вкладів на власні цілі, перш за все – на захист і розширення своїх кордонів у численних війнах. *Самого лише забезпечення суперстабільної грошової одиниці виявилось замало. Вочевидь, активні держави, які розширювалися і боролися за своє місце на мапі світу, потребували державного монетарного інституту іншого типу.* Успішніше поєднати забезпечення надійних платіжних засобів і кредитування держави вдалося за допомогою інституції, що стала прототипом центральних банків – великого депозитно-кредитного банку, що діяв згідно зі спеціальним законом і в обмін на певні привілеї зобов'язувався кредитувати уряд, при цьому як комерційна установа дбаючи про економічну ефективність своєї діяльності.

Одним із найстаріших банків такого типу, що функціонує дотепер, є Банк Англії, заснований 1694 р. Те, що банк з особливими привілеями так довго проіснував у парламентській монархії, свідчить, що його діяльність принаймні певною мірою відповідала інтересам різних верств суспільства, тобто його політика була елементом суспільного договору. *Інтерес держави у створенні такого банку полягав у прагненні забезпечити постійне джерело державного кредиту в умовах, коли поповнення королівської казни за допомогою нових податків ускладнювалося через необхідність згоди на це парламенту. Залучення державного кредиту без такого банку в кінці XVII ст. ускладнювалося двома шоками довіри: 1640 р., коли король Карл I вилучив у вигляді примусової позики запаси зливків і монет, які населення зберігало в Лондонському Тауері [2, с. 14–19], і 1672 р., коли король Карл II оголосив двохрічний мораторій на виплати за зобов'язаннями держави, і більшість боргу так і не повернув [2, с. 36–41], а також недовірою до правлячого на момент створення Банку Англії короля голландського походження Вільгельма Оранського. Комерсанти, обізнані з успішним досвідом інших країн, де існували національні емісійні банки, мали свій інтерес, прагнучи якісної системи грошового обігу. Широкі кола суспільства були зацікавлені у створенні державою альтернативи свавілля ювелірів, які в обхід законів про лихварство встановлювали здириницькі відсоткові ставки за кредитами. З цього поєднання інтересів держави, бізнесу і населення, які дали життя одному з перших і найвпливовіших центральних банків, можна вивести підстави, що легітимізували його в очах суспільства, основи довіри до його емісійної політики: збереження купівельної спроможності грошової одиниці; сприяння зміцненню держави (у першу чергу зовнішній експансії) і зниження вартості кредиту. Посилення монополії Банку Англії породжувало запит до нього з боку інших банків на отримання підтримки в часи кризи, і зрештою він неохоче мусив взяти на себе функцію кредитора*

<sup>44</sup>Додаток Б підготовлено Кричевською Т.О. к.е.н., с.н.с., ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України»

останньої надії. Тобто ще однією основою довіри до політики Банку Англії стало *забезпечення фінансової стабільності*.

Важливо, що вже на цьому етапі довіра до випущених Банком Англії банкнот не спиралася цілком на їхню конвертованість у золото і срібло. Увесь капітал банку, який під час першої підписки на акції повністю сплачувався в дорогоцінних металах, згідно із законом передавався у борг державі, а потім на цю ж суму банку дозволялося випустити свої зобов'язання. Якщо Банк Англії не здійснював погашення своїх банкнот у дорогоцінних металах за першою вимогою, це повинно було зробити Казначейство за рахунок процентів, які уряд сплачував банку за державним боргом. Уже під час першої докапіталізації Банку Англії у 1697 р. згідно з відповідним законом, підписники могли сплатити чотири п'ятих вартості акцій казначейськими мірними рейками (дерев'яними державними борговими зобов'язаннями) й одну п'яту – банкнотами Банку Англії, що дало змогу підвищити як курс банкнот, так і ціну знецінених на той момент мірних рейок. Таким чином, *виникала ситуація взаємного, рекурсивного забезпечення довіри між центральним банком і урядом*. Уряд не міг протистояти спокусі отримати для фінансування військових дій від Банку Англії кредит поза рамками закону, тобто без згоди парламенту, наприклад, шляхом придбання казначейських векселів, що, зрештою, призвело до призупинення конвертованості його банкнот у 1797 р. аж до 1821 р. Хоча за цей час внаслідок надмірної емісії золото дещо подорожчало і курс фунта впав, що спричинило до парламентського розслідування у 1810 р., масштабної кризи грошового обігу не відбулося і банківська система продовжувала працювати. Понад те – уряд за рахунок зростання кількості грошей профінансував ряд успішних військових кампаній, і зрештою Банк Англії безболісно відновив конвертованість своїх банкнот. *Неодноразово під час банківської паніки найвпливовіші комерсанти Сіті оголошували маніфести довіри банкнотам Банку Англії за підписом тисяч купців, зобов'язуючись приймати їх в оплату*. Такий документ було підписано навіть напередодні призупинення конвертованості банкнот Банку Англії у 1797 р., яке тривало цілих 24 роки [2, с. 151, 198]. *Це був прояв довіри не лише до самого Банку Англії і поміркованості його політики, а й до політики держави, яка зрештою сприятиме зміцненню економічної могутності і допоможе повернути конвертованість*. Завдяки такому високому рівню довіри грошова система Англії спиралася на набагато менші золоті резерви, ніж в інших країнах. Протягом 1880-х–1914 р. резерви Банку Англії коливалися в межах 20–40 млн фунтів стерлінгів, тоді як резерви Банку Франції складали в середньому еквівалент 120 млн фунтів стерлінгів, Царського банку Росії – 100 млн, Австро-Угорського банку – 50 млн фунтів стерлінгів [3, с. 359].

У США, доки країна боролася за незалежність і формувала свою державність, Казначейство також випускало неконвертовану валюту, прагнучи створити такі ж можливості для мобілізації ресурсів, які мала Англія, щоб скласти гідну їй конкуренцію. Як тільки цей процес було завершено, ліберальне американське суспільство проголосувало за створення центрального банку, емісійна політика якого служить не інтересам уряду, а інтересам бізнесу. ФРС стала єдиним центральним банком, де *доктрину реальних векселів було піднесено до рівня законодавчої норми* (стаття 13 Закону «Про Федеральний резерв» 1913 р.) [4, с. 51, 53, 54].

Під час розквіту міжнародного золотого стандарту 1870–1914 рр. *найважливішу роль відігравала зовнішня довіра до спроможності конвертувати внутрішню валюту в золото за встановленим паритетом*. Завдяки цьому під час криз банки могли розраховувати на підтримку своїх зарубіжних конкурентів і центральних банків. Хрестоматійним прикладом є організація Ротшильдами порятунку банку Берінгів під час аргентинської кризи у 1890 р. [5, с. 221–224]. Тобто фінансові системи завдяки цьому могли розраховувати не лише на власні резерви, а й на світові золоті резерви. Така модель монетарної політики була вигідна фінансистам. Щодо вигідності для решти суб'єктів економіки питання не ставилося, тому й не виникало конфлікту з внутрішніми макроекономічними цілями – бо їх просто не було. Не було воєн, які потрібно було фі-

нансувати за рахунок емісії, а безробіття вважали соціальним феноменом, таким як бродяжництво, але не макроекономічною проблемою [6, с. 5–6].

Перша світова війна і повоєнні суперечки з приводу репарацій і боргів зруйнували довіру між державами і механізми кооперації у фінансовій сфері. Країни почали за допомогою монетарної політики вирішувати внутрішні проблеми, пов'язані з відбудовою. Велика Британія, що все ж відновила довоєнний золотий паритет заради збереження домінування у міжнародних фінансах, жорстко за це поплатилася. Уряд розраховував, що вигоди від припливів капіталу перевищать макроекономічні втрати від жорсткої монетарної і фінансової політики, але вийшло навпаки. Зростання безробіття настільки посилювало нестабільність в країні, що почався масовий обмін стерлінгів на золото. *Внутрішні втрати від забезпечення зовнішньої довіри до грошової одиниці зруйнували спочатку внутрішню, а потім і зовнішню довіру до неї.*

У США, коли у 1930-х рр. виявилось, що проблему масового безробіття неможливо вирішити без допомоги держави, *з'явився стійкий суспільний запит на активну політику стимулювання зайнятості.* Доктрину реальних векселів було відкинута і грошову емісію почали здійснювати під заставу державних цінних паперів. Державні видатки забезпечували зайнятість, а монетарна політика мала сприяти фінансуванню державних видатків [4].

У 1940-х рр. з початком Другої світової війни роль держави ще більш посилювалась. *Тож роль центрального банку було зведено до агента з обслуговування державного боргу та агента валютного і кредитного контролю.* ФРС і Банк Англії викупували державні цінні папери з метою підтримки зафіксованих на вкрай низькому рівні відсотків за ними, а щоб стимулювати попит банків на ці папери, застосовували контроль за відсотковими ставками, кредитуванням і рухом капіталу (така політика дістала назву фінансових репресій). *Суспільство схилилося до спрямування фінансових ресурсів державі, яка виявилася більш ефективною, аніж ринки, у боротьбі з безробіттям, фінансуванні військових дій і повоєнної відбудови.* Інфляцію в цей період стримували за допомогою адміністративного контролю за цінами і доходами. Банку Англії суспільство так і не пробачило жорсткої політики заради повернення до золотого стандарту, тож у 1946 р. його було націоналізовано, і аж до 1998 р. ключову роль у проведенні монетарної політики відігравало Казначейство.

На початку 1950-х рр. борговий тягар держав, накопичений упродовж Другої світової війни і післявоєнної відбудови, зменшився. Відмова від жорсткого адміністративного контролю за цінами і раціонування, що здійснювалися під час війни, на тлі монетизації бюджетних дефіцитів призвела до зростання інфляції. Тож цілковите підпорядкування монетарної політики цілі монетизації дефіциту бюджету стало все більш деструктивним. ФРС США і Казначейство Британії почали проводити антиінфляційну монетарну політику.

У 1960-х рр. зростання добробуту американських громадян не зменшило, а посилювало соціальні запити до держави. Країну охопила хвиля протестів проти расової та економічної нерівності, за збільшення можливостей пенсіонерів, інвалідів, національних меншин, «блакитних комірців», жінок і т.п. [7, с. 11–14]. Зростання соціальних запитів до держави відбувалося на тлі ускладнення їх виконання в умовах сповільнення продуктивності і зростання конкуренції з боку Європи і Японії. У відповідь реалізується політика «держави загального добробуту» (масштабні соціальні програми – “Нові рубежі” Дж. Кеннеді, “Велике суспільство” Л. Джонсона), яку відстоювали ліві сили і з якою мирилися праві як з альтернативою поширенню тоталітаризму. *Роль монетарної політики полягала в монетарній підтримці цих програм, стимулюванні сукупного попиту, доки безробіття перевищує «природний» рівень.* Інфляція, згідно з концепцією кривої Філіпса і теорією інфляції попиту – інфляції витрат П. Самуельсона і Р. Солоу, вважалася інфляцією витрат, доки рівень безробіття вищий від природного, тож з нею боролися не центральний банк, а уряд шляхом контролю за цінами і зарплатами та обмеження монополізму.

Якщо в США протягом 1960-х–1970-х рр. монетарну політику не вважали ефективним інструментом боротьби з інфляцією, але активно застосовували щодо цілей зайнятості і зростання, то у Великій Британії її у цей час взагалі не розглядали як ефективний інструмент антициклічного регулювання. Створений у 1957 р. спеціальний парламентський комітет – Комітет Редкліфа дійшов висновку, що з огляду на наявність багатьох грошових субститутів, мінливості швидкості грошей та інших факторів монетарна політика відіграє лише другорядну роль в управлінні розвитком економіки і замість маніпулювати короткостроковими ставками вона має зосередитися на ефективному управлінні державним боргом, що дасть змогу вплинути на довгострокові ставки, справді важливі для економіки [8].

У Німеччині ж, яка за півстоліття пережила дві руйнівні гіперінфляції, сформувався стійкий запит суспільства на політику цінової стабільності. Окрім того, політика цінової стабільності стала ще й невід’ємною складовою експорто-орієнтованої моделі економічного зростання: нижчий, ніж у торговельних партнерів, рівень інфляції забезпечував цінову конкурентоспроможність німецького експорту в умовах фіксованих обмінних курсів. Ще у 1950 р. міністр економіки, архітектор німецького економічного дива Л. Ерхард писав президентові виконавчої ради Банку німецьких земель В. Воке: «Великі можливості майбутнього німецького експорту виникають в нинішній ситуації. Якщо, зокрема, завдяки внутрішній дисципліні ми зможемо утримувати рівень цін більш стабільним, ніж інші країни, наша експортна сила в довгостроковому періоді зросте...» [9, с. 35].

1970-ті роки стали переломним періодом, коли лідери світової економіки досягли певного рубежу екстенсивного економічного зростання, що зрештою призвело до здорожчання сировинних ресурсів і екологічних та геополітичних криз. У середині 1970-х з’являються перші паростки системної внутрішньої антиінфляційної монетарної політики. До цього спрчинили: втрата фіксованих валютних паритетів; власне саме зростання інфляції, що підвищувало пріоритетність цієї проблеми для суспільства; перманентний характер інфляції і перетворення інфляційних очікувань на фактор інфляції; неможливість досягти зростання зайнятості ціною зростання інфляції. Центральні банки почали оголошувати цільові орієнтири щодо грошової маси. Німецький Бундесбанк у 1974 р. запроваджує політику монетарного таргетування. У Великій Британії у 1976 р. самі лейбористи відмовляються від кейнсіанської монетарної політики. У США 1977 р. ухвалюють Закон «Про реформу Федеральної резервної системи», який встановлює цілі монетарної політики ФРС: «...підтримувати довгострокове зростання монетарних і кредитних агрегатів, що відповідає довгостроковому потенціалу економіки щодо збільшення виробництва з метою досягнення цілей максимальної зайнятості, стабільних цін і помірних довгострокових ставок» [10].

Поставши перед проблемою небезмежності раніше надзвичайно дешевих природних ресурсів, провідні економіки відкрили «нове» джерело економічного зростання, пов’язане з посиленням економічної глобалізації і формуванням ідеології фінансової лібералізації. Глобалізація сприяла зниженню цін у провідних економіках, які отримали доступ до дешевої продукції і факторів виробництва, але її ефект вповні проявився не відразу. Для приборкання інфляційних очікувань необхідні були системна антиінфляційна політика на довгострокову перспективу і рішучі дії на початковому етапі. Потрібні були й рішучі лідери, готові взяти на себе відповідальність за макроекономічні втрати від жорсткої монетарної політики. У США і Великій Британії такі лідери з’явилися майже одночасно: у США – П. Волкер, Голова ФРС з серпня 1979 р., у Великій Британії М. Тетчер – Прем’єр-міністр з травня 1979 р. У 1987 р. П. Волкер дає славнозвісне визначення цінової стабільності через очікування: «Якою б не була фактична статистика інфляції, люди не повинні планувати інфляцію». [11, с. 163]. У 1996 р. його повторює А. Грінспен, якому його зазвичай приписують: «Цінова стабільність досягається, коли економічні агенти більше не враховують майбутні зміни загального рівня цін при прийнятті економічних рішень» [12].

В 1990-х рр. уже повною мірою проявилися макроекономічні ефекти глобалізації і фінансової лібералізації, що значно полегшило процеси дезінфляції. Паралельно в цей період відбувається розбудова системної антиінфляційної політики. Забезпечення довіри вартості національної валюти, вираженої у вигляді статистичного індексу – індексу споживчих цін, внутрішнє відчуття якого для громадськості є суб'єктивним і неперевіраним, вимагало додаткового предмету і механізмів довіри [13, с. 114]. Таким предметом стає науковий, технократичний процес здійснення грошово-кредитної політики, а механізмом – інститути, які забезпечують так звану прозорість і комунікацію центрального банку з громадськістю. Всі ці механізми, з огляду на мету забезпечення певного рівня інфляції, були об'єднані в єдину систему в межах інституту таргетування інфляції. Разом з тим, підкреслимо, що *досягнення певного рівня інфляції як пріоритетна мета грошово-кредитної політики могла бути прийнята суспільством лише за умови його переконання, що це максимально можливий внесок грошово-кредитної політики в досягнення цілей економічного процвітання і справедливості*. Саме такого консенсусу дійшли учені в цей період, обґрунтувавши, що високі темпи зростання кореспондуються з низькою інфляцією і що висока інфляція призводить до перерозподільчих ефектів, які підривають суспільну справедливість.

Таким чином, у 1990-х рр. паралельно відбуваються: *полегшення дезінфляції і проведення макроекономічної політики завдяки глобалізації і фінансовій лібералізації; зростання науковості у проведенні і комунікації монетарної політики; фінансова лібералізація і як наслідок – зростання співвідношення між фінансовими і реальними активами та між боргами і ВВП*. В сукупності ці три процеси призводять до: 1) “Великого згладжування” (Great moderation) – зниження волатильності інфляції і ВВП; 2) пом’якшення суперечностей між економічними школами; 3) підвищення репутації центральних банків як висококваліфікованих технократів; 4) посилення ролі монетарної політики, оскільки масштаби транскордонних потоків капіталу стали значно перевищувати розмір бюджету окремих країн; 5) зростання могутності фінансового сектора, можливостей лобіювати свої інтереси і навіть обіймати ключові посади в урядах (до прикладу – у 1995–1999 рр. Міністерство фінансів США очолював Р. Рубін, який до цього 26 років працював у Goldman Sachs, а з 2006 по 2008 рр. – Г. Полсон, який до цього пропрацював у Goldman Sachs понад 30 років); 6) в умовах зростання боргів зменшення схильності центральних банків до підвищення відсоткових ставок.

Позитивні ефекти глобалізації, а також падіння тоталітарних режимів породили ейфорію у багатьох сферах і феномен проголошення «кінця історії». Так, у 1990 р. відомий американський філософ Ф. Фукуяма проголосив *кінець історії* в ідеологічній еволюції людства у вигляді *універсалізації західної ліберальної демократії як остаточної форми правління*. У 2003 р. нобелівський лауреат з економіки Р. Лукас фактично проголосив кінець історії в макроекономіці: *“Макроекономіка досягла успіху: центральна проблема запобігання депресіям розв’язана, і розв’язана на багато десятиліть”* [14, с. 1]. Економікам з ринками, що формуються, у 1989 р. було запропоновано універсальний шлях для такого успіху – політику Вашингтонського консенсусу. *Кінець історії було проголошено і в монетарній політиці, де період з 1990-х по 2007 р. став епоєю консенсусів*. Сформувалися загальний теоретичний консенсус щодо грошово-кредитної політики; консенсус щодо оптимальної цілі і стратегії монетарної політики – цінова стабільність і інфляційне таргетування; консенсус щодо оптимального рівня інфляції (2–3 % на рік); щодо врахування динаміки цін активів у грошово-кредитній політиці лише тією мірою, якою вони впливають на рівень інфляції (так заний консенсус Джексон Хоула) [13, с. 106].

Хоча зовні все виглядало як політика консенсусу, насправді монетарна політика в провідних економіках залишалася тонко вбудованою у їхні моделі економічного зростання і суспільні домовіри. Ліберальна політика, що мала яскраво виражений правий ухил, одночасно являла собою компроміс з лівою частиною політичного спектру, що використовувала її як засіб фінансування

соціальних програм. Скажімо, серед підстав м'якої монетарної політики у США 1997–2004 рр. були: підвищення продуктивності праці; прагнення підтримати впевненість в економіці після кризи доткомів 2000, терактів 2001, гучних корпоративних скандалів 2002, війни в Іраку 2003; віра в мудрість і об'єктивність фінансових ринків; страх перед дефляцією; загострення проблеми відновлення без робочих місць; підтримка державної політики у житловій сфері, що завдяки збільшенню частки власників житла мала на меті зміцнення середнього класу, компенсацію невизначеності, пов'язаної з феноменом відновлення без створення робочих місць і згуртування нації перед лицем зростання терористичних загроз.

Під час глобальної фінансово-економічної кризи 2008–2009 рр. і дотепер у монетарній політиці спостерігається відхилення від консенсусу у багатьох напрямках: від процентної до кількісної монетарної політики; від операцій РЕПО до операцій аутрайт; від короткострокових до довгострокових кредитів рефінансування; від концепції *zero lower bound* до концепції *lower bound* (від'ємні ставки за депозитними операціями використовують ЄЦБ, Швейцарський національний банк, Ріксбанк, Національний банк Данії, Банк Японії, від'ємні ставки за кредитними операціями – Національний банк Швейцарії і Ріксбанк); від загального регулювання ліквідності до цільового рефінансування; у використанні конкурентного монетарного пом'якшення (*Competitive easing*) заради зниження або недопущення зміцнення обмінного курсу.

Президент Європейського центрального банку (2003–2011) Ж.-К. Тріше пояснює відмінність між традиційною і нетрадиційною монетарною політикою у термінології типів етики М. Вебера. У стандартні, “нормальні” часи центральний банк має керуватися *етикою переконання* – заснованою на вірі в безумовний авторитет певних цінностей, що передбачає слідування чітко і однозначно заданим стандартам (як-от, інфляційному таргетуванню). Під час кризи центральний банк повинен керуватися *етикою відповідальності*, що передбачає самостійний вибір цілей і засобів їх досягнення і постійну оцінку успішності результатів, націлення на максимізацію результату [15].

Провідні вчені і міжнародні організації намагаються передбачити майбутнє монетарної політики. У 2011 р. керівник дослідницького департаменту МВФ О. Бланшар бачив його таким чином: не працюватиме «чудесний збіг», коли стабільність цін забезпечуватиметься за потенційного ВВП і фінансової стабільності, тож доведеться контролювати усі три цілі, які часом можуть суперечити одна одній; відбудеться перехід від правила Тінбергена «один інструмент – одна ціль» до системи «множина цілей–множина інструментів», коли неможливо буде чітко розподілити цілі між монетарною, фінансовою, макропруденційною політикою, а у економіках з ринками, що формуються, буде здійснюватися відкрите врахування цілі щодо обмінного курсу поряд з ціллю щодо інфляції. [16] У 2015 р. експерти Банку міжнародних розрахунків вбачали такі напрями переналаштування системи проведення монетарної політики: від ілюзорного короткострокового макроекономічного точного налаштування до середньострокових стратегій; від надмірної уваги до обсягу виробництва й інфляції у найближчій перспективі до більш систематичної реакції на низько-динамічні фінансові цикли; від вузької доктрини підтримання порядку у власному домі до врахування зовнішніх ефектів; від акценту на політиці управління попитом до акценту на структурній політиці [17].

Ми виділили б наступні ознаки формування нових моделей монетарної політики, що вже проглядаються в межах існуючих монетарних режимів: 1) множина цілей – множина інструментів, але комунікація в рамках режиму інфляційного таргетування, що дає звичний номінальний яркір (нові монетарні режими визрівають поступово); 2) врахування довгострокових економічних і фінансових трендів; 3) структурний акцент – стимулювання кредитування реального сектора, малого і середнього бізнесу, заповнення “провалів ринку” у фінансовому секторі; 4) потужні розподільчі ефекти актуалізують критерій справедливості у довірі до монетарної політики;

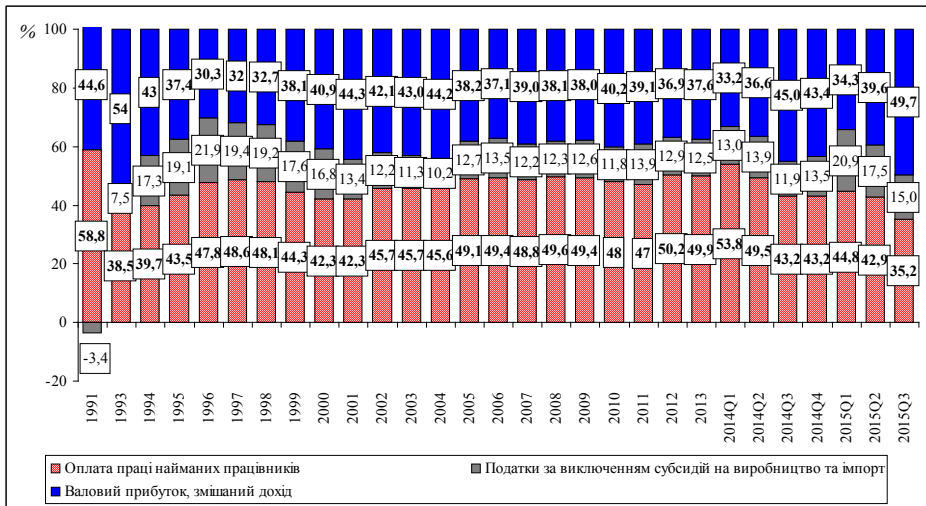
5) безпосереднє таргетування центральними банками довіри, оскільки за існуючого рівня розвитку фінансових ринків виникає феномен множинної рівноваги за різних рівнів довіри.

Тоді як центральні банки зарубіжних країн у міру своїх можливостей, долаючи наслідки кризи і структурні проблеми, дедалі більше керуються «етикою відповідальності», в Україні, навпаки, спостерігається звуження відповідальності Національного банку України в сфері монетарної політики. Зокрема, можна виділити наступні *проблеми монетарного режиму в Україні*:

1. Внутрішні суперечності монетарного режиму (наприклад, гнучкий курс і тривалі адміністративні обмеження), які не можуть бути компенсовані жодною додатковою комунікацією;

2. Звуження відповідальності – НБУ декларує відповідальність за цінову стабільність, але за мінусом курсового чинника і адміністративного чинника – а це зовсім небагато, а якщо додати антиінфляційний, але руйнівний для економіки чинник охолодження попиту – в чому залишається роль НБУ?

3. Відсутність зв'язку з економічною стратегією, максимізації внеску монетарної політики в розвиток економіки, «етики відповідальності», врахування перерозподільчих ефектів макроекономічної, і в тому числі монетарної політики. Лише однією з ілюстрацій таких ефектів є різке падіння частки оплати праці у ВВП, яка у III кв. 2015 р. сягнула історичного мінімуму на рівні 35,2 % (рис. 1).



Джерело: розраховано за даними: Державної служби статистики, Річних звітів НБУ за 2001 і 2002 рр. і [18].

4. Відсутність пояснень, як виконання зобов'язань перед МВФ щодо чистих внутрішніх активів і чистих зовнішніх резервів впливатиме на внутрішні макроекономічні цілі [19].

5. Специфіка інфляційних очікувань: за даними опитувань ділових очікувань підприємств України, проведених на замовлення НБУ, у IV кв. 2015 р. на очікуване зростання цін найбільше впливали: курс гривні до іноземних валют – 86 % відповідей; витрати на виробництво – 61,7 %; податкові зміни – 20,4 %; доходи населення – 17,1 %; соціальні видатки бюджету – 11,2 %; ціни на світових ринках – 11,1 %; динаміка пропозиції грошей – 10,7 % [20, с. 10]. О. Куабін і Ю.

Городніченко [21] не виявили відмінностей в інфляційних або курсових очікуваннях фірм, які не мають торговельних зв'язків з іншими країнами, і фірм, які беруть участь у міжнародній торгівлі, тобто обмінний курс є своєрідним сигналом для усіх підприємств і його вплив на інфляцію набагато перевищує безпосередній ефект перенесення. Те ж саме стосується інфляційних очікувань домогосподарств: учені виявили, що «більш імовірним каналом впливу є використання домогосподарствами обмінного курсу як замінного показника широких цінових змін в економіці, аналогічно тому, як це робили домогосподарства у США з цінами на бензин» [21. с. 7].

Отже, аналіз більш тривалої світової монетарної історії, ніж починаючи з успіху антиінфляційної політики центральних банків у 1990-х, підкріпленого позитивними макроекономічними ефектами глобалізації і фінансової лібералізації, свідчить про багатство цієї історії, і дає підстави стверджувати, що *монетарна політика завжди була елементом економічної стратегії, моделі економічного зростання і зрештою, суспільного договору. Легітимізація її суспільством, формування суспільної довіри до неї відбувається за цілим рядом критеріїв: стабільності національної грошової одиниці, економічного зростання, повної зайнятості, фінансової стабільності і справедливості (оцінки доступності кредитних ресурсів і розподільчих ефектів цієї політики)*. Під час криз зростає відповідальність як держави, так і монетарної влади зокрема. Кінець історії не відбувся – ні в політичній сфері, ні в макроекономіці, ні в монетарній політиці. Тому не варто надто покладатися на тимчасові «консенсуси», що являють собою лише тимчасове згортання критеріїв легітимізації монетарної політики до одного показника за особливих макроекономічних та інституційних умов, а натомість максимально використовувати потенціал монетарної політики. Монетарні режими еволюціонують не від гіршого до кращого, хоча наукова організація проведення монетарної політики справді вдосконалюється, – вони радше змінюються разом зі світом і ускладнюються разом з ним.

## СПИСОК ЛІТЕРАТУРИ

1. Смит А. Исследование о природе и причинах богатства народов. / А.Смит; пер. с англ. – М.: Издательство социально-экономической литературы, 1962. – 684 с.
2. Andreades A. History of the Bank of England 1640–1903 / A. Andreades; tr. by C. Meredith. – London: P.S. King and Son, Orchard House, Westminster, 1909. – 455 p.
3. Davies G. A History of money from ancient times to the present day / Davies G. 3rd. ed. Cardiff: University of Wales Press, 2002. – 720 p.
4. Кричевська Т.О. Історія інститутів грошово-кредитного регулювання США. Ст. 2. Федеральна резервна система у пошуках балансу між функціями гаранта золотого стандарту, банку банків і банку уряду (1913–1951 pp.) / Т. Кричевська // Економічна теорія. – 2015. – № 1. – С. 50–73.
5. Бернштейн П. Власть золота. История наваждения / П. Л. Бернштейн; пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2004. – 389 с.
6. Eichengreen B. Goldenfettters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919–1939. / B. Eichengreen – New York, Oxford: Oxford University Press, 1995. – 462 p.
7. Burns A.F. The Anguish of Central Banking / A.F. Burns. The 1979 Per Jacobsson Lecture. – Belgrade: Per Jacobsson Foundation, 1979.
8. Radcliffe Report: Monetary Policy and Debt Management Reconciled? / S. Katz // Board of Governors of Federal Reserve System Division of International Finance. Review of Foreign Developments. – 1959. – November 3. Режим доступу: <http://www.federalreserve.gov/pubs/rfd/1959/334/rfd334.pdf>
9. Holtfrerich C.-L. Monetary policy in Germany since 1948: national tradition, international best practice or ideology? / C.-L. Holtfrerich / Central Banks as Economic Institutions, ed. by J.-P. – Thoult Edward Elgar Cheltenham, UK: Cournot Centre for Economic Studies, 2008. – P. 22–51.

10. Office An Act To extend the authority for the flexible regulation of interest rates on deposit and account sindepository institutions, to promote the accountability of the Federal Reserve System, and for other purposes. November 16, 1977. Режим доступу до U.S. Government Publishing: <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/STATUTE-91/pdf/STATUTE-91-Pg1387.pdf>

11. Monetary Policy of the Federal Reserve: A History. / R. Hetzel – Cambridge: Cambridge University Press, 2008. – 391 p.

12. Greenspan A. Achieving Price Stability. Opening remarks. – Jackson Hole, Wyoming: A symposiums ponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City. – 1996. – August 29–31. Режим доступу: <http://www.kc.frb.org/publicat/sympos/1996/pdf/s96green.pdf>.

13. Гриценко А.А. Інститут довіри в координатах економічного простору-часу: монографія / А.А.Гриценко, Т.І.Артьомова, Т.О.Кричевська та ін.; за ред. чл.-кор. НАН України А.А. Гриценка; НАН України, Ін-т екон. та прогнозів. – К., 2012. – 212 с.

14. Lucas R. Macroeconomic Priorities. / R.Lucas. Presidential Address delivered at the one-hundred fifteenth meeting of the American Economic Association, January 4, 2003, Washington, DC. Режим доступу: [http://pages.stern.nyu.edu/~dbackus/Taxes/Lucas %20priorities %20AER %2003.pdf](http://pages.stern.nyu.edu/~dbackus/Taxes/Lucas%20priorities%20AER%2003.pdf)

15. Trichet J-C. Central banking in uncertain times: conviction and responsibility / J-C. Trichet. Speech by President of the ECB, at the symposium on “Macroeconomic challenges: the decade ahead”, Jackson Hole, Wyoming, 27 August 2010. Режим доступу: <http://www.ecb.int/press/key/date/2010/html/sp100827.en.html>.

16. Blanchard O. Monetary policy in the Wake of the Crisis / O. Blanchard. IMF Macro Conference. Blanchard presentation. – Режим доступу : <http://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2011/res/pdf/OB2presentation.pdf>.||

17. Is the unthinkable becoming routine? / Bank for International Settlements 85th Annual Report, 2014/15. Режим доступу: <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2015e1.htm>.

18. Крючкова І.В. Відтворювальні макроструктурні процеси: започаткування гармонізації та прогноз на 2002 рік / І.В. Крючкова // Економіка і прогнозування. – 2001. – № 3. – С. 25–36.

19. Шумило І. Чергова валютна криза: причини та можливі запобіжники на майбутнє / І. Шумило // Дзеркало тижня. – 2016. – 29 січня. Режим доступу: [http://gazeta.dt.ua/macrolevel/cherгова-valyutna-kryza-prichini-ta-mozhlyvi-zapobizhniki-na-maybutnye-abo-yak-sche-dovgo-nbu-nas-usih-obkradatyevbivayuchi-grivnyu-ta-ekonomiku-\\_html](http://gazeta.dt.ua/macrolevel/cherгова-valyutna-kryza-prichini-ta-mozhlyvi-zapobizhniki-na-maybutnye-abo-yak-sche-dovgo-nbu-nas-usih-obkradatyevbivayuchi-grivnyu-ta-ekonomiku-_html).

20. Національний банк України. Ділові очікування підприємств України. IV квартал 2015 р. Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=26137289>.

21. Куабіон О. Інфляційні очікування в Україні: довгий шлях до закріплення? / О. Куабіон, Ю. Городніченко // Вісник Національного банку України. – 2015. – Вересень. – С. 6–24.

## ВИСНОВКИ

Сучасна законодавча база діяльності НБУ та банківської системи у цілому не повною мірою відповідає новим вимогам, що постали перед ними в умовах системної кризи та глобальної фінансової нестабільності. У Конституції України (1996 р.) основною функцією НБУ визнано лише забезпечення стабільності грошової одиниці, натомість, згідно із Конституціями інших країн центральний банк несе відповідальність за економічне зростання, зайнятість населення, тощо. У Законі «Про Національний банк України» (редакції 1999, 2010 рр.) така обмеженість функціонального призначення НБУ була ще більше посилена, оскільки задача стабілізації гривні була підмінена стабілізацією цін, тобто зі сфери відповідальності НБУ виведено також завдання курсової стабілізації. Така трансформація законодавчої бази дала можливість НБУ оголосити перехід до режиму інфляційного таргетування та запровадження режиму вільного плавання курсу гривні, не зважаючи на можливі негативні наслідки для економіки і соціальної сфери. У цьому аспекті слід розглядати проведене НБУ в 2014–2016 рр. «очищення» банківської системи, яке по суті звелось до скорочення на третину банків, що переросло у системну банківську кризу, завдало великої шкоди заощадженням населення, фінансам господарюючих суб'єктів, перш за все малому і середньому бізнесу, які зберігали грошові кошти у цих банках, що не були відшкодовані через механізм гарантування вкладів, і суттєво підірвало довіру не лише до банків, але й регуляторної діяльності НБУ.

Найбільш кардинальні заходи політики НБУ у період фінансово-економічної кризи були проведені без врахування реальної ситуації в економіці та соціальній сфері країни. Перехід до режиму вільного плавання курсу гривні був проголошений у найбільш несприятливий момент, коли загострілися політичні ризики, дисбаланси у зовнішній торгівлі і на валютному ринку.

Країна заплатила високу ціну за ці прорахунки монетарної і валютної політики НБУ: втрата валютних резервів майже на половину, параліч валютного та міжбанківського ринків, недопустимо великий відтік депозитів, величезні збитки господарюючих суб'єктів, держави та домогосподарств, поява нової могутньої інфляційної загрози, що не піддається регулятивному впливу з боку НБУ, подальше падіння довіри до банківської системи, посилення девальваційних та інфляційних очікувань. У виграші від такого переходу до «вільного плавання» курсу виявилися, суб'єкти тіньового бізнесу, великі спекулянти, корупціонери та інші власники великих інвалютних ресурсів. У кінцевому рахунку буде дискредитована сама ідея режиму інфляційного таргетування і остаточно підірвана довіра до Національного банку і його монетарної політики.

Отже, головним завданням НБУ, є сприяння економічному зростанню та розвитку фінансового ринку всіма доступними йому методами та інституційними інструментами. Забезпечення економічного розвитку повинно розглядатись як одне з пріоритетних стратегічних цілей монетарної політики НБУ. Відповідні зміни потрібно підготувати і внести до Конституції України та Закону «Про Національний банк України». При розробці та реалізації стратегії монетарної політики НБУ слід перенести завдання запровадження режиму інфляційного таргетування та режиму вільного плавання курсу за межі середньострокової перспективи, поки не будуть створені надійні передумови для ефективного функціонування цих режимів, а саме: подолання макроекономічних дисбалансів, оздоровлення державних фінансів та банківської системи, формування фондового ринку, демонополізації економіки, відновлення довіри до банків, зниження інфляції до однозначної величини, істотного здешевлення кредитних ресурсів та мінімізації волатильності ринкового курсу гривні.

## СПИСОК ДЖЕРЕЛ

1. Авраменко О.О. Грошово-кредитна політика України в системі забезпечення економічної безпеки держави / О.О. Авраменко. Дис. на здоб. наук. ступеня к.е.н. – К., 2016 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [http://www.niss.gov.ua/public/File/aspirantura/dis\\_Avramenko.pdf](http://www.niss.gov.ua/public/File/aspirantura/dis_Avramenko.pdf)
2. Аржевітін С.М. Безумовні умови отримання нового мандата НБУ від суспільства / С. М. Аржевітін // Дзеркало тижня. – 2016. – № 27 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://gazeta.dt.ua/macrolevel/bezumovni-umovi-otrimannya-novogo-mandata-nbu-vidsuspiilstva-\\_html](http://gazeta.dt.ua/macrolevel/bezumovni-umovi-otrimannya-novogo-mandata-nbu-vidsuspiilstva-_html)
3. Аржевітін С.М. Монетарне регулювання економіки України: поточні виклики та задачі / С.М. Аржевітін // Науковий вісник Ужгородського університету. – 2016. – Серія Економіка. Випуск 1 (47). – Т. 1. – С. 319–326 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [file:///C:/Users/user/Downloads/Nvuuec\\_2016\\_1\(1\)\\_54.pdf](file:///C:/Users/user/Downloads/Nvuuec_2016_1(1)_54.pdf)
4. Аржевітін С.М. Трансформація грошово-кредитних відносин у сучасній економіці України. – К.: Майстерня книги, 2010. – 384 с.
5. Бюлетень Національного банку України. – 2000. – № 1.
6. Бюлетень Національного банку України. – 2009. – № 3.
7. Гальчинський А. У провалах економічної політики лєвова частка провини НБУ // Дзеркало тижня.Україна. – № 11. – 2016 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://gazeta.dt.ua/macrolevel/anatoliy-galchinskiy-u-provalah-ekonomichnoyi-politiki-levova-chastka-provini-nbu-\\_html](http://gazeta.dt.ua/macrolevel/anatoliy-galchinskiy-u-provalah-ekonomichnoyi-politiki-levova-chastka-provini-nbu-_html)
8. Гальчинський А.: "У провалах економічної політики лєвова частка провини НБУ". [Електронний ресурс] //Дзеркало тижня.Україна. – №11 – 25 березня 2016 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://gazeta.dt.ua/macrolevel/anatoliy-galchinskiy-u-provalah-ekonomichnoyi-politiki-levova-chastka-provini-nbu-\\_html](http://gazeta.dt.ua/macrolevel/anatoliy-galchinskiy-u-provalah-ekonomichnoyi-politiki-levova-chastka-provini-nbu-_html)
9. Глава МВФ: Не стоит слишком увлекаться монетарной политикой [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://finance.bigmir.net/news/68335-Glava-MVF--Ne-stoit-slishkom-uvlekat-sja-monetarnoj-politikoj>
10. Господарський кодекс України. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/436-15>
11. Гребеник Н. Інструменти регулювання грошово-кредитного ринку / Н. Гребеник // Вістник НБУ. – 1996. – №5. – С. 18.
12. Грищенко А.А. Інституційна архітектура грошово-кредитної політики.//Політика НБУ щодо подолання фінансово-економічної кризи і формування монетарних передумов розвитку економіки / А.А. Грищенко / Матеріали науково-практичної конференції. – К., 2016. –339 с.
13. Грищенко А.А. Проблеми змісту і методики викладання економічної науки. Макроекономіка / А.А. Грищенко, Т.О. Кричевська [Підручник. Тема 14. Цілі та стратегія грошово-кредитної політики. – 2011. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://dspace.nbuv.gov.ua/bitstream/handle/123456789/28462/08-Hrytsenko.pdf?sequence=1>
14. Гроші та кредит: підручник. – 6 вид. перепр. і доп. / За заг. ред М.І. Савлука. – К.: КНЕУ, 2011. – 598 с.
15. Данилишин Б. Уряд і Національний банк: у пошуках спільної стратегії// Дзеркало тижня. Україна. – № 45. – 2009. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://gazeta.dt.ua/ECONOMICS/uryad\\_i\\_natsionalniy\\_bank\\_u\\_poshukah\\_spilnoyi\\_strategiyi.html](http://gazeta.dt.ua/ECONOMICS/uryad_i_natsionalniy_bank_u_poshukah_spilnoyi_strategiyi.html)
16. Державна служба статистики України [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua/>.
17. Джилл Хеммонд. Практика інфляційного таргетування 2012. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.bankofengland.co.uk/education/Documents/ccbs/handbooks/pdf/ccbshb29\\_ru.pdf](http://www.bankofengland.co.uk/education/Documents/ccbs/handbooks/pdf/ccbshb29_ru.pdf)
18. Дзюблюк О.В. Валютна політика як фактор макроекономічної стабілізації / О.В. Дзюблюк // Фінанси України. – № 11 – 2016. – С.33-51.

19. *Заболотна Н.Г.* Відсоткова політика центрального банку та її вплив на економічні процеси / Н.Г.Заболотна // Економіка та суспільство. Електронне наукове фахове видання / Мукачівський державний університет. – 2016. – № 3. – С. 388–394. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.economyandsociety.in.ua/journal/3\\_ukr/3\\_2016.pdf](http://www.economyandsociety.in.ua/journal/3_ukr/3_2016.pdf)
20. *Заболотна Н.Г.* Проблема монетизації економіки України / Н.Г. Заболотна // Development strategy of science and education. Collection of scientific articles/Fidelite editions. Namur, Belgique.- 2017. – Р.159-163. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://conf.at.ua/30.03.2017\\_belgija.pdf](http://conf.at.ua/30.03.2017_belgija.pdf)
21. Звіт Правління Національного банку України щодо проведення грошово-кредитної політики у 2016 році [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/-document?id=44753289>
22. *Коваленко М.* Емісійна діяльність НБУ: вплив режиму валютного правління / М. Коваленко // Публічне управління: теорія та практика. – 2012. – №2. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.kbuara.kharkov.ua/e-book/putp/2012-2/doc/4/04.pdf>
23. Конституція України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/-show/254%D0%BA/96-%D0%B2%D1%80>
24. *Кораблін А.* НБУ: безтурботний вибір мети / А. Кораблін // Дзеркало тижня. – №7. – 2016. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://gazeta.dt.ua/macrolevel/mbu-bezturbotniy-vibir-meti-.html>
25. *Кричевська Т.* Монетарна політика як елемент суспільного договору: логіко-історичний аналіз / Т. Кричевська // Економіст. – 2016. – №5. – С. 4-11.
26. Лист про наміри та Меморандум про економічну та фінансову політику, 02 березня 2017 року. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=46564506>
27. МВФ уехал, условия остались: экономику Украины ждут реформы [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://finance.bigmir.net/news/82993-MVF-uehal--usloviya-ostalis---ekonomiku-Ukrainy-zhdut-reformy>
28. Монетарна політика України – джерело зростання? [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.dua.com.ua/economy/item/3150-monetarna-politika-ukrajini-dzherelo-zrostannya.html>
29. Основні засади грошово-кредитної політики на 1999 рік // Вістник НБУ. – 1999. – № 5. – С. 3-9.
30. Основні засади грошово-кредитної політики на 2000 рік // Вістник НБУ. – 2000. – № 6. – С. 3-4.
31. Основні засади грошово-кредитної політики на 2001 рік // Вістник НБУ. – 2000. – №11. – С. 2-4.
32. Основні засади грошово-кредитної політики на 2002 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=36092>
33. Основні засади грошово-кредитної політики на 2003 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/v0013500-02>
34. Основні засади грошово-кредитної політики на 2004 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat\\_id=60522](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=60522)
35. Основні засади грошово-кредитної політики на 2005 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat\\_id=60522](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=60522)
36. Основні засади грошово-кредитної політики на 2006 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat\\_id=60522](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=60522)
37. Основні засади грошово-кредитної політики на 2007 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat\\_id=60522](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=60522)
38. Основні засади грошово-кредитної політики на 2008 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat\\_id=60522](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=60522)
39. Основні засади грошово-кредитної політики на 2009 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat\\_id=60522](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=60522)
40. Основні засади грошово-кредитної політики на 2010 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat\\_id=60522](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=60522)
41. Основні засади грошово-кредитної політики на 2012 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat\\_id=60522](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=60522)

41. Основні засади грошово-кредитної політики на 2013 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat\\_id=60522](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=60522)
42. Основні засади грошово-кредитної політики на 2014 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat\\_id=60522](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=60522)
43. Основні засади грошово-кредитної політики на 2015 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat\\_id=60522](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=60522)
44. Основні напрями грошово-кредитної політики на 1998 рік // Вістник НБУ. – 1998. – № 3. – С. 6-9.
45. Офіційний сайт НБУ [Електронний ресурс] – Режим доступу до ресурсу: <https://bank.gov.ua/-control/uk/index>
46. Перехід до інфляційного таргетування (ІТ) та підвищення ефективності грошово-кредитної політики [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/-document?id=47783018>
47. Поляков В.П. Структура и функции центральных банков: зарубежный опыт / В.П. Поляков, Л.А. Москвина. – М.: ИНФРА-М, 1996. – 192 с.
48. Порядок розробки Основних засад грошово-кредитної політики та здійснення контролю за їх виконанням від 05.09.2012 № 21 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/v0021500-12>
49. Порядок розроблення Основних засад грошово-кредитної політики та здійснення контролю за її проведенням, від 31.01.2017 № 2-рд 21 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/vr002500-17>
50. Про банки і банківську діяльність : Закон України від 20.03.1991 р. № 872-ХІІ.
51. Про банки і банківську діяльність : Закон України від 07.12.2000 № 2121-ІІІ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua>
52. Про Національний банк України : Закон України від 20.05.1999 р. № 679-ХІV [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/679-14>
53. Рада Національного банку України схвалила Оцінку діяльності Правління у 2016 році [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=44703708](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=44703708)
54. Річний звіт НБУ за 2014 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=17568764>
55. Річний звіт НБУ за 2015 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat\\_id=58023](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=58023)
56. Савлук М.І. Економічне зростання в монетарній політиці НБУ / М.І. Савлук // Економіка. Фінанси. Право : інформаційно-аналітичний журнал. – 2016. – № 8/2 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [http://efp.in.ua/arhiv-nomeriv-efp/archive-nomeriv-2016/efp\\_%208-2\\_%202016.pdf](http://efp.in.ua/arhiv-nomeriv-efp/archive-nomeriv-2016/efp_%208-2_%202016.pdf)
57. Савлук М.І. Монетарне стимулювання економічного розвитку України: оцінки та механізми / М.І. Савлук // Економіка і прогнозування. – 2016. – № 3.
58. Савлук М.І. Трансформація функціональних завдань НБУ в умовах системної розбалансованості економіки України / М.І. Савлук // Політика НБУ щодо подолання фінансово-економічної кризи і формування монетарних передумов розвитку економіки. Матеріали науково-практичної конференції. – К., 2016. – 339 с.
59. Сомик А. В. Головний документ грошово-кредитної політики: зарубіжний досвід і перспективи його використання в Україні / Анжеліка Сомик // Вісник Університету банківської справи Національного банку України. – 2011. – № 3 (12). – С. 241–245.
60. Сомик А. Еволюція Основних засад грошово-кредитної політики в аспекті визначення монетарного та валютного режимів / А. Сомик // Вісник Української академії банківської справи. – 2013. – № 1(34).
61. Сомик А. Підходи та проблеми оцінки ефективності грошово-кредитної політики національного банку України / А. Сомик // Ефективна економіка [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=3697>

62. *Стельмах В.С.* Монетарна політика НБУ: сучасний стан та перспективи змін. – К.: УБС НБУ, 2009. – 404 с.
63. Стратегія монетарної політики на 2016-2020 роки [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=20985218>
64. Стратегія розвитку банківської системи 2016-2020: синергія розвитку банків та індустріалізації економіки. Комітет Верховної Ради України з питань фінансової політики і банківської діяльності. Експертна робоча група з підготовки та розвитку проекту. – К., 2016.
65. Теорія і практика грошового обігу та банківської справи в умовах глобальної фінансової нестабільності: монографія / О. В. Дзюблюк, В. В. Корнєєв, В. І. Міщенко та ін. ; за ред. д.е.н., проф. О. В. Дзюблюка. – Тернопіль : ФОП Осадца Ю.В., 2017. – 298 с.
66. *Унковська Т. Є.* Нова економічна стратегія для України / Т. Є. Унковська // Дзеркало тижня. – 2017. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [https://gazeta.dt.ua/macrolevel/nova-ekonomichna-strategiya-dlya-ukrayini-\\_html](https://gazeta.dt.ua/macrolevel/nova-ekonomichna-strategiya-dlya-ukrayini-_html).
67. *Унковська Т. Є.* Як урятувати національну валюту / Т. Є. Унковська // Дзеркало тижня. – 2015. – № 9 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [http://gazeta.dt.ua/macrolevel/yak-uryatuvati-nacionalnu-valyutu-\\_html](http://gazeta.dt.ua/macrolevel/yak-uryatuvati-nacionalnu-valyutu-_html)
68. Фінансово-монетарні важелі економічного розвитку: Том 2 Механізми грошового та кредитного ринків і їх вплив на розвиток економіки України / За ред. чл.-кор. НАН України А.І. Даниленка. – К.: Фенікс, 2008. – 442 с.
69. Центральний банк та грошово-кредитна політика: Підручник / Кол. авт.: А. М. Мороз, М. Ф. Пуховкіна, М. І. Савлук та ін.; За ред. д-ра екон. наук, проф. А. М. Мороза і канд. екон. наук, доц. М. Ф. Пуховкіної. – К.: КНЕУ, 2005. – 556 с.
70. *Циганов С.А.* Фіскальна та монетарна політики – складові забезпечення макрофінансової стабільності національної економіки / С.А. Циганов, Т.В. Табакова // Вісник Національного банку України. – 2014. – №5. – С. 34–39.
71. *Циганова Н.В.* Монетарні фактори макроекономічної стабільності в Україні / Н.В. Циганова // Актуальні проблеми міжнародних відносин: Зб. наук. пр. Вип. 26. – К.: Київ. національний ун-т ім. Т. Шевченка. Ін-т міжн. відн., 2001. – С. 519–523.
72. *Шумська С.С.* Монетарна політика та відновлення економічного зростання в Україні / С.С. Шумська // Економіка та прогнозування. – 2015. – №3. – С. 21–40.

**Д О Д А Т К И**

## **ДОДАТОК А**

### **РАДА НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ**

#### **РІШЕННЯ**

**31.01.2017 № 2-рд**

#### **Про затвердження Порядку розроблення Основних засад грошово-кредитної політики та здійснення контролю за її проведенням**

Рада Національного банку України **ВИРІШИЛА**:

1. Затвердити Порядок розроблення Основних засад грошово-кредитної політики та здійснення контролю за її проведенням, з урахуванням результатів обговорення на засіданні Ради Національного банку України 31 січня 2017 року, що додається.
2. Опублікувати Порядок розроблення Основних засад грошово-кредитної політики та здійснення контролю за її проведенням на сторінці Офіційного інтернет-представництва Національного банку України.
3. Рішення набирає чинності з дня його прийняття.

**Голова Ради Б.М. Данилишин**

**Рішення Ради  
Національного банку України  
31.01.2017 № 2-рл**

**ПОРЯДОК  
розроблення Основних засад грошово-кредитної політики та здійснення контролю за її проведенням**

**I. Загальні положення та зміст  
Основних засад грошово-кредитної політики**

1. Цей Порядок розроблено відповідно до Конституції України, Закону України "Про Національний банк України", Регламенту Ради Національного банку України та визначає зміст і порядок розроблення Основних засад грошово-кредитної політики та здійснення контролю за її проведенням.

2. Основні засади грошово-кредитної політики визначають показники діяльності Національного банку України (далі - Національний банк) у середньостроковій перспективі для досягнення цілей Національного банку.

3. Основні засади грошово-кредитної політики є документом, у якому відображено стратегію грошово-кредитної (монетарної) політики Національного банку, у тому числі визначені пріоритетна ціль, завдання, особливості комунікації та реалізації грошово-кредитної політики на середньострокову перспективу (3 - 5 років), принципи застосування її інструментів та механізмів, ураховано особливості тенденцій на світових ринках, характер їх впливу на українську економіку, відповідну специфіку й напрями виконання Національним банком його функцій, макроекономічні індикатори та показники діяльності Національного банку, можливі супутні ризики і загальні підходи щодо їх нівелювання.

4. Основні засади грошово-кредитної політики розробляються на виконання функцій Національного банку, визначених статтею 6 Закону України "Про Національний банк України", а саме:

забезпечення стабільності грошової одиниці України, виходячи із пріоритетності досягнення та підтримки цінової стабільності в державі;

сприяння фінансовій стабільності, у тому числі стабільності банківської системи за умови, що це не перешкоджає досягненню цілі з підтримки цінової стабільності в державі;

сприяння додержанню стійких темпів економічного зростання та підтримка економічної політики Кабінету Міністрів України за умови, що це не перешкоджає досягненню цілей, визначених в абзацах другому та третьому цього пункту.

5. Основні засади грошово-кредитної політики є стратегічним документом, який розробляється щороку і має містити:

1) цілі, завдання та цільові орієнтири грошово-кредитної політики на наступний рік та середньостроковий період;

2) основні принципи діяльності Національного банку щодо: забезпечення реалізації визначених цілей та завдань грошово-кредитної політики, застосування її інструментів та механізмів; політики курсоутворення та валютного регулювання; забезпечення фінансової стабільності, застосування інструментів макропруденційної політики та нейтралізації системних ризиків;

3) стислий огляд стану та основних тенденцій розвитку економіки України, її фінансової та грошово-кредитної сфер;

4) очікувані зміни зовнішніх і внутрішніх економічних чинників та їх вплив на стан грошово-кредитного ринку;

5) основні прогностичні показники економічного розвитку, грошово-кредитної сфери на наступний рік та середньостроковий період;

6) окреслення основних ризиків та загроз щодо забезпечення цінової та фінансової стабільності, а також ефективного розвитку економіки.

6. При розробленні Основних засад грошово-кредитної політики використовуються макроекономічні показники, розраховані Кабінетом Міністрів України та Національним банком, а також інша необхідна інформація.

7. Рада Національного банку може вносити зміни до Основних засад грошово-кредитної політики:

у разі виникнення непередбачуваних обставин, що унеможливають виконання Основних засад грошово-кредитної політики в середньостроковій перспективі, у тому числі за незалежних від Національного банку причин;

за результатами засідання Ради Національного банку з питання контролю за проведенням грошово-кредитної політики та її впливу на стан соціально-економічного розвитку України.

8. Основні засади грошово-кредитної політики та рішення Ради Національного банку з питань, визначених пунктами 3, 4, 6, 8 - 10, 12, 15, 17, 18, 20 статті 9 Закону України "Про Національний банк України", є обов'язковими для виконання Правлінням Національного банку.

## **II. Розроблення Основних засад грошово-кредитної політики**

9. Проект Основних засад грошово-кредитної політики розробляється на підставі пропозицій, наданих Правлінням Національного банку.

10. Правління Національного банку щороку в термін до 31 липня надає Раді Національного банку пропозиції стосовно розроблення Основних засад грошово-кредитної політики, які містять матеріали, визначені в пункті 5 цього Порядку, а також аналітичні, статистичні, прогностичні та інформаційні матеріали, зокрема:

обґрунтування запропонованих цілей і завдань грошово-кредитної політики з прогнозними сценаріями монетарного та макроекономічного розвитку країни, які ґрунтуються, у тому числі на використанні методів економіко-математичного моделювання;

реалізації грошово-кредитної та фіскальної політики;

економічного і соціального розвитку України;

стану платіжного балансу та зовнішнього боргу України;

розвитку грошово-кредитного ринку, механізмів та інструментів його регулювання;

зобов'язань, умов та стану виконання програм із міжнародними фінансовими організаціями, які безпосередньо стосуються проведення грошово-кредитної політики;

табличну інформацію, зокрема:

показники окремих секторів економіки України (додаток 1);

показники інфляції (додаток 2);

реальний ВВП за категоріями кінцевого використання (додаток 3);

платіжний баланс (додаток 4);

бюджет сектору загального державного управління (за класифікацією МВФ) (додаток 5);

монетарні показники (додаток 6);

прогнозна динаміка монетарних показників і основних макропоказників економічного та соціального розвитку України на наступний рік та середньострокову перспективу (додаток 7).

11. Після отримання пропозицій від Правління Національного банку Рада Національного банку розробляє Основні засади грошово-кредитної політики.

12. Члени Ради Національного банку організовують громадське обговорення пропозицій до Основних засад грошово-кредитної політики серед експертів.

За результатами такого обговорення члени Ради Національного банку формують проект Основних засад грошово-кредитної політики.

13. Після розроблення проекту Основних засад грошово-кредитної політики Секретаріат Ради Національного банку поширює його серед членів Ради Національного банку та Правління Національного банку.

14. Обговорення та узгодження проекту Основних засад грошово-кредитної політики відбуваються під час засідання Ради Національного банку.

15. Голова або уповноважений на це член Ради Національного банку вносить проект Основних засад грошово-кредитної політики на розгляд Ради Національного банку для прийняття рішення.

16. На засіданні Ради Національного банку для обговорення проекту Основних засад грошово-кредитної політики як і рішення щодо контролю за проведенням грошово-кредитної політики та аналізу її впливу на стан соціально-економічного розвитку України мають бути присутні члени Ради Національного

банку (у кількості не менше 6 її членів), представники Правління Національного банку та окремих підрозділів Національного банку та Секретаріату Ради Національного банку.

17. Рада Національного банку після обговорення проекту Основних засад грошово-кредитної політики приймає рішення про його схвалення або необхідність доопрацювання проекту з метою врахування додаткових пропозицій.

18. Секретаріат Ради Національного банку здійснює доопрацювання проекту Основних засад грошово-кредитної політики.

Доопрацьований проект розсилається Секретаріатом Ради Національного банку членам Ради та Правління Національного банку і вноситься Головою Ради Національного банку для розгляду та схвалення на засіданні Ради Національного банку.

19. Рада Національного банку розглядає на своєму засіданні Основні засади грошово-кредитної політики не пізніше 12 вересня і приймає рішення про їх схвалення. Голова Ради Національного банку проводить прес-конференцію щодо прийнятого рішення. Рада Національного банку публікує Основні засади грошово-кредитної політики в офіційних виданнях, на сторінці Офіційного інтернет-представництва Національного банку та подає щороку до 15 вересня до Верховної Ради України для інформування.

### **III. Контроль за проведенням грошово-кредитної політики та аналіз її впливу на стан соціально-економічного розвитку України**

20. Рада Національного банку за результатами звітного року оцінює діяльність Правління Національного банку щодо виконання Основних засад грошово-кредитної політики та з інших питань, рішення щодо яких є обов'язковими для Правління Національного банку.

21. Рада Національного банку здійснює контроль за проведенням грошово-кредитної політики та аналіз її впливу на стан соціально-економічного розвитку України щокварталу. Такий контроль здійснюється шляхом аналізу відповідності діяльності Правління Національного банку та показників динаміки грошово-кредитної сфери протягом звітного періоду цілям та завданням грошово-кредитної політики, визначеним в Основних засадах грошово-кредитної політики, та з урахуванням її впливу на стан соціально-економічного розвитку України.

Для проведення контролю Рада Національного банку регулярно здійснює моніторинг стану грошово-кредитної сфери та всіх секторів економіки України.

22. З метою сприяння виконанню Радою Національного банку своїх повноважень Правління Національного банку зобов'язано подавати в електронному вигляді уповноваженій особі Ради Національного банку такі документи:

- 1) табличні дані (додаток 8) на щоденній основі;
- 2) щомісячний звіт "Аналіз світових товарних і фінансових ринків";

3) інформаційно-аналітичні та презентаційні матеріали, що розглядаються на засіданнях Комітету з монетарної політики та Комітету з фінансової стабільності, за запитом Ради Національного банку.

23. Рішення щодо контролю за проведенням грошово-кредитної політики та аналізу її впливу на стан соціально-економічного розвитку України розглядається та приймається на засіданні Ради Національного банку.

24. Правління Національного банку надає за 10 днів до дня проведення засідання Ради Національного банку інформацію стосовно діяльності Національного банку щодо виконання Основних засад грошово-кредитної політики та з інших питань, визначених Радою Національного банку, яка зокрема має містити:

1) аналіз економічного і соціального розвитку України за звітний період, у тому числі розвитку реального та фінансового секторів економіки, показників інфляції та факторів її формування, проведення бюджетної політики, змін у соціальній сфері тощо;

2) аналіз грошово-кредитного ринку, у тому числі динаміки і джерел формування монетарної бази, структури грошової маси, кредитів, депозитів, вартості коштів, міжбанківського та готівкового сегментів валютного ринку України, рівня та динаміки обмінних курсів, стану міжнародних резервів тощо;

3) аналіз реалізації грошово-кредитної політики, використання інструментів, за допомогою яких здійснювалось регулювання грошово-кредитного ринку та заходів, які вживалися для забезпечення виконання цілей та завдань, визначених Основними засадами грошово-кредитної політики;

4) інформаційно-аналітичні матеріали щодо розвитку банківської системи України та безготівкових розрахунків, а також заходів, ужитих у сферах банківського регулювання і нагляду та безготівкових розрахунків;

5) інформаційно-аналітичні та презентаційні матеріали, які висвітлюють підґрунтя рішень з питань грошово-кредитної політики, прийнятих упродовж звітного періоду;

6) матеріали та табличну інформацію, передбачені пунктом 10 цього Порядку, а також агреговані дані щодо обсягів усіх активних і пасивних операцій Національного банку та сплачених за ними відсотками в наявних форматах.

25. Секретаріат Ради Національного банку забезпечує подання членам Ради Національного банку матеріалів, поданих Правлінням Національного банку для врахування, протягом двох робочих днів із дня їх отримання.

26. Члени Ради Національного банку надають Секретаріату Ради Національного банку пропозиції з питання контролю за проведенням грошово-кредитної політики та її впливу на стан соціально-економічного розвитку України.

27. Секретаріат Ради Національного банку консолідує отриману інформацію (від Правління Національного банку та пропозиції від членів Ради Національного банку) і здійснює підготовку проекту рішення з питань контролю за проведенням

грошово-кредитної політики та її впливу на стан соціально-економічного розвитку України для внесення на розгляд на засіданні Ради Національного банку.

Голова Ради Національного банку вносить зазначений проект рішення на розгляд Ради Національного банку.

28. Під час засідання Ради Національного банку заслуховуються доповіді Правління Національного банку, Голови Ради Національного банку або його заступника та приймається рішення щодо оцінки Радою Національного банку проведення грошово-кредитної політики у відповідному кварталі.

Позицію Правління Національного банку представляє посадова особа, уповноважена на це Правлінням Національного банку.

29. За результатами засідання Рада Національного банку за необхідності розробляє пропозиції щодо внесення відповідних змін до Основних засад грошово-кредитної політики, які є обов'язковими для виконання Правлінням Національного банку.

30. Рішення щодо оцінки Радою Національного банку проведення грошово-кредитної політики може містити рекомендації:

1) Правлінню Національного банку щодо:

методів та форм прогнозування макропоказників економічного і соціального розвитку України, а також грошово-кредитної політики;

окремих заходів монетарного і регулятивного характеру та їх впливу на економічний і соціальний розвиток України;

політики курсоутворення та валютного регулювання;

розвитку банківської системи та окремих нормативних актів з питань банківської діяльності;

вдосконалення платіжної системи;

інших питань, віднесених законом до компетенції Ради Національного банку;

2) Кабінету Міністрів України стосовно впливу політики державних запозичень та податкової політики на стан грошово-кредитної сфери України.

31. Рекомендації Ради Національного банку розглядаються Правлінням Національного банку протягом п'яти робочих днів. За результатами такого розгляду Правління Національного банку зобов'язане надіслати Раді Національного банку вмотивовану відповідь.

32. Рішення Ради Національного банку щодо оцінки проведення грошово-кредитної політики у відповідному періоді та її впливу на стан соціально-економічного розвитку України підлягають оприлюдненню, крім випадків, якщо такі рішення становлять державну, банківську або службову таємницю відповідно до закону.

Голова Ради Національного банку за потреби проводить прес-конференцію щодо прийнятого рішення.

## ДОДАТОК Б

### РАДА НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ

### РІШЕННЯ

21.12.2016 № 1

### Про Основні засади грошово-кредитної політики на 2017 рік та середньострокову перспективу

1. Схвалити Основні засади грошово-кредитної політики на 2017 рік та середньострокову перспективу.

2. Опублікувати Основні засади грошово-кредитної політики на 2017 рік та середньострокову перспективу на сторінці Офіційного інтернет-представництва Національного банку України.

3. Подати Основні засади грошово-кредитної політики на 2017 рік та середньострокову перспективу до Верховної Ради України для інформування.

4. Правлінню Національного банку України:

підготувати та подати Раді Національного банку України до 15.01.2017 план заходів щодо реалізації Основних засад грошово-кредитної політики на 2017 рік та середньострокову перспективу (далі - План заходів);

визначити посадових осіб Національного банку України на рівні заступників Голови Національного банку України, відповідальних за виконання в установленний термін Плану заходів;

підготувати пропозиції до проекту Основних засад грошово-кредитної політики на 2018 рік і подати Раді Національного банку України до 30 червня 2017 року.

5. Раді Національного банку України розглянути питання про План заходів на черговому засіданні Ради Національного банку України в січні 2017 року.

**Голова Б.М. Данилишин**

**СХВАЛЕНО**  
**Рішення Ради Національного**  
**банку України**  
**21.12.2016**

**ОСНОВНІ ЗАСАДИ**  
**грошово-кредитної політики на 2017 рік**  
**та середньострокову перспективу**

Основні засади грошово-кредитної політики на 2017 рік та середньострокову перспективу (далі - Основні засади) розроблено Радою Національного банку України (далі - Рада Національного банку) на виконання статті 100 Конституції України і статей 8, 9 та 24 Закону України "Про Національний банк України" (далі - Закон про Національний банк).

Основні засади спрямовані на виконання статті 99 Конституції України, яка встановлює основну функцію Національного банку - забезпечення стабільності грошової одиниці України. Відповідно до статті 6 Закону про Національний банк під час виконання своєї основної функції Національний банк має виходити із пріоритетності досягнення та підтримки цінової стабільності в державі. Національний банк у межах своїх повноважень сприяє фінансовій стабільності, у тому числі стабільності банківської системи за умови, що це не перешкоджає досягненню цілі щодо цінової стабільності. Національний банк також сприяє додержанню стійких темпів економічного зростання та підтримує економічну політику Кабінету Міністрів України за умови, що це не перешкоджає досягненню цілей щодо цінової та фінансової стабільності.

Основні засади розроблено з урахуванням статей 1 та 6 Закону про Національний банк, завдань економічної програми, що підтримується в межах угоди з Міжнародним валютним фондом (далі - МВФ) про Механізм розширеного фінансування (EFF)<sup>1</sup>, Прогнозу економічного та соціального розвитку України на 2017 рік та основних макропоказників економічного і соціального розвитку України на 2018 і 2019 роки<sup>2</sup> та макроекономічного прогнозу Національного банку<sup>3</sup>.

<sup>1</sup>Меморандум про економічну та фінансову політику від 01 вересня 2016 року.

<sup>2</sup>Постанова Кабінету Міністрів України від 01 липня 2016 року № 399 "Про схвалення Прогнозу економічного та соціального розвитку України на 2017 рік та основних макропоказників економічного і соціального розвитку України на 2018 і 2019 роки".

<sup>3</sup>Рішення Правління Національного банку України від 27 жовтня 2016 року № 373-рш "Про схвалення Інфляційного звіту".

Основні засади встановлюють пріоритетну ціль і принципи грошово-кредитної політики на 2017 рік та середньострокову перспективу, ураховують поточні особливості тенденції на світових ринках, характер їх впливу на українську економіку, відповідну специфіку й напрями виконання Національним банком України (далі - Національний банк) його функцій, макроекономічні індикатори та показники діяльності Національного банку в середньостроковій перспективі, можливі супутні ризики та загальні підходи щодо їх нівелювання.

Відповідно до статті 100 Конституції України виконання Національним банком Основних засад контролює Рада Національного банку.

Відповідно до статті 9 Закону України про Національний банк Основні засади розробляються щороку. Відповідно Основні засади на 2018 рік і середньострокову перспективу мають бути розроблені, опубліковані та подані до Верховної Ради України для інформування до 15 вересня 2017 року.

### **1. Умови реалізації грошово-кредитної політики** *Світова економіка - глобальний контекст*

Світова економіка перебуває в зоні високих ризиків. Темпи її зростання уповільнюються третій рік поспіль. Згідно з прогнозом МВФ<sup>4</sup> вони зменшаться з 3,4% в 2014 році до 3,1% в 2016 році.

<sup>4</sup>World Economic Outlook (WEO) October 2016: Subdued Demand: Symptoms and Remedies, IMF.

Темпи зростання ВВП найбільш розвинених економік світу знижуватимуться з 2,1% (2015 року) до 1,6% (2016 року). У США відповідне сповільнення становитиме з 2,6% до 1,6%, у країнах - членах ЄС - з 2,3% до 1,9%, у Китаї - з 6,9% до 6,6%. Темпи зростання економіки Японії можуть утриматися на мінімальному рівні - 0,5%.

У країнах - членах СНД поки прогнозується лише уповільнення економічного спаду від -2,8% (2015 року) до -0,3% (2016 року), хоча в 2014 році темпи приросту їх ВВП були додатними (1,1%).

Споживча інфляція в розвинених економіках утримується на ризиковано низьких рівнях - у 2016 році вона може становити 0,8%. В економіках, що розвиваються, дещо вищий рівень інфляції (4,5%) демонструє наявність додаткових ризиків макрофінансової корекції. Із врахуванням невисоких темпів зростання світової економіки це свідчить не стільки про зменшення міжнародних ризиків, як про неготовність їх глобального нівелювання. Зазначене спричиняє відтермінування активних інвестиційних рішень у світі. Надходження капіталу до країн з ринками, що формуються, наблизилися на початку 2016 року до 1,5% ВВП, що в шість разів менше, ніж напередодні глобальної кризи 2008 - 2009 років (близько 9%, 2007 рік).

На цьому тлі МВФ відзначає згортання глобальних транскордонних банківських потоків. Це загрожує насамперед звуженням відносин між банками економіч-

но розвинених країн та малих економік, що розвиваються. Наведене гальмує світову торгівлю. Її обсяги досягли рівнів, коли відкрито постало питання про переосмислення ймовірних темпів і форм подальшої світової глобалізації.

Через це, а також специфічні риси української економіки (мала, відкрита, зі спеціалізацією на випуск продукції неглибокої переробки) її динаміка та фінансовий стан залежатимуть від факторів глобальної кон'юнктури як у 2017 році, так і в більш віддаленій перспективі.

*Україна: зовнішня кон'юнктура та ризики платіжного балансу*

Попри прогнозоване прискорення в 2017 році світового виробництва до 3,4%, а торгівлі - до 3,8%, очікуване підвищення цін на різні групи товарного експорту залишається неоднаковим. Так, якщо ціни на нафту в 2017 року можуть збільшитися на 17,9%, то на неенергетичні сировинні товари - лише на 0,9%. Це підвищуватиме фінансові ризики таких енергозалежних економік, як українська.

У цьому контексті виокремлюються не дуже сприятливі тренди, що впливають на динаміку ключових експортних ринків України. Так світові ціни на метали хоча й можуть збільшитися у 2017 році на 2%, але не компенсують їх падіння на 8% у 2016 році. Крім того, ф'ючерсні ціни на метали свідчать про вірогідність їх збереження на низьких рівнях. Ціни на пшеницю ймовірно перебуватимуть під тиском на зниження через її високий врожай та очікуване зростання запасу зернових у США та Європі.

Наведені прогнози узгоджуються з поточною динамікою цін на традиційні групи українського експорту. Так, якщо спостерігаються певні ознаки підвищення цін на сталь і залізну руду в 2016 році, то ціни на зернові (пшениця та кукурудза) залишаються низькими. Це не сприяє м'якому нівелюванню зовнішніх та внутрішніх диспропорцій української економіки.

Її стан додатково ускладнюється закриттям традиційних ринків Російської Федерації та інших країн - членів СНД. Водночас доступ на ринки ЄС, попри запровадження зони вільної торгівлі, залишається обмеженим та ще не компенсує відповідних втрат. Розкриття потенціалу торгівлі з ЄС вимагає подальшої тривалої адаптації до нових стандартів, регламентів, правил сертифікації, процедур контролю тощо. Освоєння нових ринків збуту в Азії, Африці та Америці також є питанням середньострокової перспективи.

Разом із чутливістю споживчого імпорту до підвищення внутрішніх номінальних доходів це зумовлює наявність постійних ризиків зростання дефіциту поточного рахунку платіжного балансу. За прогнозом Національного банку, він може збільшитися від 0,2 млрд. дол. США у 2015 році до 2,5 млрд. у 2016 році та 2,9 млрд. у 2017 році. Прогнозується, що такий обсяг дефіциту поточного рахунку не є надмірним за умови припливу капіталу у відповідь на поліпшення бізнес-клімату та викликий, у тому числі, потребами імпорту для інвестиційних цілей.

Водночас зовнішнє фінансування дефіциту поточного рахунку обтяжується складним доступом українських компаній до міжнародних фінансових ринків. Крім причин воєнного характеру, це спричинено насамперед низькими суверенними рейтингами України, нерозвиненістю фондового ринку країни, значними курсовими ризиками, наочними проблемами глобального характеру тощо.

За вищенаведених умов стан і динаміка платіжного балансу продовжують залежати від надходження допомоги з боку офіційних кредиторів України та міжнародних фінансових організацій (МФО).

Зазначене вище визначає нагальну потребу збереження плідних відносин з МФО та відсутність у найближчій перспективі об'єктивних підстав для глибокої лібералізації операцій, пов'язаних з впливом іноземної валюти за межі країни.

#### *Сценарій макроекономічного розвитку*

Основні засади підготовлено з урахуванням прогнозів основних макропоказників Уряду України відповідно до першого сценарію, що був закладений у проєкт Державного бюджету України на 2017 рік, та Національного банку<sup>5</sup>. Ці прогнози передбачають приріст реального ВВП в 2017 році на 2,5 - 3,0%, інфляцію за індексом споживчих цін - на рівні 8% (у розрахунку грудень до грудня попереднього року), номінальний ВВП - в обсязі 2585 - 2627 млрд.грн.

<sup>5</sup>Ключові показники наведені в додатку 1 до Основних засад.

За прогнозом Національного банку, прирости грошової маси та грошової бази становитимуть 13,2% і 8,4%, відповідно.

Ці прогнози макроекономічних показників слугуватимуть Національному банку орієнтиром під час визначення його рішень з грошово-кредитної політики. Утім вибір їх конкретної конфігурації залежатиме не лише від наведених параметрів, але також і від фактичної динаміки зовнішньої кон'юнктури, реального стану грошово-кредитного та валютного ринків і фактичного наближення Національного банку до його середньострокових цілей. Їх досягненню сприятиме регулярне оновлення зазначеного прогнозу відповідно до зміни зовнішніх та внутрішніх умов здійснення грошово-кредитної політики.

#### **2. Цілі та принципи грошово-кредитної політики на 2017 рік та середньострокову перспективу**

##### *Пріоритетна ціль*

Ураховуючи вимоги статті 6 Закону про Національний банк, пріоритетна ціль грошово-кредитної політики полягає в зниженні інфляції (за індексом споживчих цін) до рівня однозначного показника та утримання її на такому рівні в середньостроковій перспективі.

Подальша траєкторія цільових орієнтирів за споживчою інфляцією визначатиметься з урахуванням балансів інфляційних ризиків, потреби в підтриманні стійких темпів економічного зростання та рівня фінансової стабільності в державі.

Оскільки низька і стабільна інфляція є одним із головних внесків у стає економічне зростання, який може бути забезпечений центральним банком, Національний банк проводитиме грошово-кредитну політику на засадах цінової стабільності. Монетарним режимом для забезпечення пріоритетної цілі є інфляційне таргетування (далі - IT). Формування низькоінфляційних очікувань є ключовим елементом поліпшення макроекономічного середовища та відновлення економічного потенціалу України.

У 2017 році Національний банк розглядатиме свій цільовий орієнтир за споживчою інфляцією (тобто зміною індексу споживчих цін) на рівні  $8\% \pm 2$  п.п. (грудень до грудня попереднього року).

Середньострокова ціль щодо інфляції встановлена на рівні  $5\% \pm 1$  п.п. (для річного приросту індексу споживчих цін) і досягатиметься поступово. Зокрема визначена така подальша траєкторія цільових показників для річної зміни індексу споживчих цін:

грудень 2018 року -  $6\% \pm 2$  п.п.;

грудень 2019 року і надалі -  $5\% \pm 1$  п.п.

Досягнення зазначених цілей має виходити з потреби формування підвалин стабільності не лише на коротко-, але і середньострокових горизонтах розвитку держави.

Цільові показники щодо інфляції на 2017 - 2020 роки після їх оголошення не можуть бути змінені. Надалі в міру прогресу в економічному розвитку України середньострокові цільові показники щодо інфляції можуть бути переглянуті в бік зниження.

Інфляція може відхилитися в короткостроковому періоді від заздалегідь оголошених цільових значень у зв'язку з впливом зовнішніх і внутрішніх шоків, які є поза контролем грошово-кредитної політики, зокрема таких, як зміни цін на сировинні товари та інші високоволатильні компоненти індексу споживчих цін, відхилення адміністративно регульованих цін від раніше заявленого рівня тощо. Приведення інфляції до її цільового рівня в найкоротший термін за таких обставин може мати стримуючий характер з погляду економічного зростання. У такому разі заходи грошово-кредитної політики спрямовуватимуться на запобігання впливу вторинних ефектів цих подій на інфляційні очікування і таким чином сприятимуть збереженню цінової стабільності в середньостроковій перспективі. Інформація щодо періоду часу, протягом якого буде досягнуто повернення до встановленої цілі інфляції, буде чітко доведена до відома громадськості в кожному такому випадку.

Стабілізація інфляційних очікувань є ключовим елементом підвищення ефективності інших макроекономічних заходів Національного банку та Уряду, адресованих відновленню економічного потенціалу України. Крім того, досягнення пріоритетної цілі щодо досягнення та підтримки цінової стабільності сприятиме виконанню Національним банком його інших цілей.

### *Інші цілі*

Згідно зі статтею 6 Закону про Національний банк, іншими завданнями Національного банку, що уособлюють виконання його основної функції, є:

сприяння в межах повноважень фінансовій стабільності, у тому числі стабільності банківської системи за умови, що це не перешкоджає досягненню пріоритетної цілі;

сприяння дотриманню стійких темпів економічного зростання та підтримка економічної політики Уряду України за умови, що це не перешкоджає досягненню цілей щодо цінової та фінансової стабільності.

У разі досягнення зазначених цілей забезпечення фінансової стабільності разом із підтримкою стійких темпів економічного зростання може бути факторами і навіть передумовами забезпечення цінової стабільності держави.

Дезінфляційний тренд, за яким річний приріст споживчих цін зменшився із 43,3% в грудні 2015 року до 12,1% у листопаді 2016 року, із одночасним формуванням ознак стабілізації валютного ринку збільшують вікно можливостей для взаємного посилення цінової стабільності, економічного зростання, а також фінансової стабільності, у тому числі стійкості банківської системи.

### *Принципи грошово-кредитної політики*

Реалізація грошово-кредитної політики базуватиметься на таких основних принципах:

пріоритетність досягнення та підтримки цінової стабільності в державі;

Національний банк дотримуватиметься режиму плаваючого обмінного курсу. Однією з цілей валютних інтервенцій є згладжування надмірної волатильності обмінного курсу. По мірі відновлення стабільного функціонування валютного ринку Національний банк поступово зменшуватиме свою присутність на ньому та послаблюватиме заходи адміністративного регулювання;

перспективний характер прийняття рішень, які мають ґрунтуватися на макроекономічній основі та сприяти економічному зростанню. Рішення щодо параметрів грошово-кредитної політики базуватимуться на комплексному макроекономічному аналізі та прогнозі;

прозорість діяльності Національного банку. Детальні роз'яснення дій Національного банку та причин, які їх зумовили, надаватимуться учасникам ринку на регулярній основі під час підготовки та відразу після ухвалення відповідного рішення;

інституційна, фінансова, та операційна незалежність, яка використовуватиметься Національним банком для виконання своєї основної функції щодо забезпечення стабільності грошової одиниці України.

### **3. Сприяння фінансовій стабільності**

Середовище стабільної інфляції та застосування плаваючого обмінного курсу сприятимуть виконанню другої за пріоритетністю цілі діяльності Національного

банку щодо фінансової стабільності. Це відбуватиметься за рахунок стабілізації інфляційних очікувань, повернення довіри до гривні разом із поступовою дедоларизацією.

Водночас відкритість економіки України та слабкість її фінансової системи зумовлюють суттєві ризики для фінансової стабільності. З огляду на це Національний банк готовий у випадку кризових явищ застосовувати монетарний інструментарій для нівелювання впливу шоків на фінансову систему України. Це, зокрема, відбуватиметься за рахунок застосування інструментів ключової процентної ставки та валютних інтервенцій, виконання функції кредитора останньої інстанції для стабілізації очікувань, подолання ринкової дисфункції у періоди фінансових стресів.

Водночас Національний банк спрямовуватиме зусилля на усунення ризиків для фінансової стабільності шляхом розбудови макропруденційного інструментарію.

Також Національний банк здійснить системний аналіз причин і наслідків банківських криз у 2008 - 2009 роках та 2014 - 2016 роках з метою розроблення необхідних заходів для унеможливлення таких подій у майбутньому.

Розуміючи важливість сталого розвитку фінансової системи як запоруку її здатності до протидії шокам, Національний банк продовжуватиме ініціювати зміни, спрямовані на посилення захисту прав кредиторів і вкладників, підвищення рівня корпоративного управління та чесної конкуренції у фінансовому секторі, стимулювання безготівкових розрахунків тощо, які передбачені Комплексною програмою розвитку фінансового сектору України до 2020 року. Цим цілям також сприятиме поступова лібералізація руху капіталу, яка здійснюватиметься в міру створення належних передумов.

Національний банк продовжуватиме тісну співпрацю з Урядом України та іншими регуляторами для досягнення цілі щодо фінансової стабільності, зокрема в рамках роботи Ради з фінансової стабільності. Співпрацюючи з Урядом України, Національний банк визначатиме шляхи та засоби мінімізації системних ризиків, що загрожують стабільності банківської та/або фінансової системи держави.

Така діяльність не лише сприятиме досягненню цілі щодо фінансової стабільності, а й поліпшуватиме механізм монетарної трансмісії, зокрема її процентного каналу.

#### **4. Підтримка стійких темпів економічного зростання та економічної політики Уряду України**

Основним внеском у стале економічне зростання з боку Національного банку - створення середовища з низькою та стабільною інфляцією.

Оскільки забезпечення сталого економічного розвитку в Україні неможливе без поступу у здійсненні реформ, Національний банк докладатиме всіх зусиль для

продовження разом з Урядом виконання заходів, передбачених співпрацею з міжнародними фінансовими організаціями.

Співпрацюючи з Урядом України, Національний банк має спрямовувати свою діяльність на виконання завдань, визначених Законом про Національний банк. Національний банк не зазнаватиме тиску та не використовуватиме інструменти грошово-кредитної політики для досягнення цілей, не сумісних з його пріоритетною ціллю.

Національний банк співпрацюватиме з Урядом України та іншими установами в розбудові відповідних інституційних умов для ефективного досягнення та підтримки цінової стабільності в державі, у тому числі зваженої економічної та бюджетної політики, розвитку фінансового ринку та інших заходів, пов'язаних зі зміцненням довіри до національної валюти.

Національний банк прагнучиме посилити координацію грошово-кредитної політики з економічною та бюджетно-фінансовою політиками Уряду України з огляду на їх взаємозалежність та з урахуванням наявних прямих зв'язків між монетарною сферою, реальним виробництвом, фінансово-бюджетною системою та платіжним балансом країни.

Підвищення якості такої координації прискорюватиме нівелювання поточних структурних дисбалансів національної економіки, а також сприятиме її фінансовій стійкості та спроможності щодо мінімізації наслідків негативних зовнішніх та внутрішніх шоків. Наведене є суттєвим фактором посилення стабільності національної грошової одиниці України.

Національний банк сприятиме ефективному функціонуванню ключових елементів інфраструктури грошово-кредитного ринку, зокрема валютного і кредитного ринку, для сприяння валютній, банківській стабільності та зниженню інфляції в умовах плаваючого обмінного курсу.

## **5. Інструменти грошово-кредитної політики та структурні особливості їх застосування**

Успішне виконання Основних засад вимагає від Національного банку гнучкого застосування всього комплексу наявних в нього інструментів грошово-кредитної політики.

Національний банк досягатиме встановленої цілі щодо інфляції насамперед шляхом коригування ключової процентної ставки - процентної ставки за операціями регулювання ліквідності, які мають найбільший вплив на стан грошово-кредитного ринку.

Ключова процентна ставка (облікова ставка) встановлюватиметься Правлінням Національного банку та відображатиме стан грошово-кредитної політики, слугуючи операційною ціллю для короткострокових процентних ставок на міжбанківському кредитному ринку.

Ключова процентна ставка доповнюватиметься коридором процентних ставок за кредитними та депозитними операціями овернайт з метою управління коротко-

строковими процентними ставками на міжбанківському ринку шляхом обмеження їх коливань навколо ключової процентної ставки політики.

Водночас слід врахувати особливості стану та фактичного розвитку національної економіки України, які впливають на ефективність використання Національним банком системи процентних ставок і пов'язаних з ними інструментів грошово-кредитної політики, зокрема:

недостатньо розвинений фондовий ринок, особливо в частині приватних цінних паперів - їх частка в загальному обсязі біржових контрактів не перевищує наразі 5%;

наявність великого сегмента економіки, що не обслуговується банківськими розрахунками - частка агрегату М0 в грошовій масі становить близько 28%, що за міжнародними зіставленнями є аномально високим індикатором її готівкової залежності;

активне використання як засобу приватних заощаджень та неформальних розрахунків готівкової іноземної валюти - хоча її наявний обсяг не піддається точним підрахункам, проте за експертними оцінками він вимірюється десятками мільярдів доларів США;

різке стискання міжбанківського кредитного ринку - за три останніх роки його середньоденні обсяги зменшилися до рівня 2005 року;

тривалі практики пов'язаного кредитування на неринкових умовах.

Поступове нівелювання зазначених чинників посилюватиме потенційну дієвість застосування ключової процентної ставки (облікової ставки) Національного банку. Це проявляється у посиленні ефектів трансмісійного механізму процентних ставок не лише на міжбанківському кредитному ринку, у момент трансформації імпульсів від коротко- до середньо- та довгострокових процентних ставок, а також грошових ресурсів відповідної тривалості, а й під час прийняття бізнес-рішень у реальному секторі економіки.

Крім того, під час прийняття рішень з грошово-кредитної політики враховуватиметься динаміка монетарних агрегатів, особливо приймаючи до уваги кількісний показник ефективності за чистими внутрішніми активами та індикативну ціль за грошовою базою відповідно до програми співпраці з МВФ.

## **6. Політика обмінного курсу**

Валютний ринок України перебуває під впливом не лише стабілізаційних процесів, що спостерігаються на ньому упродовж поточного року, але також і зовнішніх ризиків та невизначеностей. Обсяги операцій з іноземною валютою залишаються низькими, в її надходженнях від нерезидентів зменшилася складова інвестицій та зовнішніх позик, а в експортних надходженнях переважає виручка від експорту низькотехнологічної продукції - головним чином, аграрного та металургійного характеру.

Ураховуючи нестійкість та повільне поліпшення зовнішньої кон'юнктури, стабілізація валютного ринку вимагає її подальшої підтримки як з боку Уряду України, так і Національного банку. Реалізація цього завдання потребує застосування комплексу заходів задля уникнення неконтрольованих валютно-курсівих ризиків, які заважають або навіть загрожують виконанню Національним банком його основної функції щодо забезпечення стабільності національної грошової одиниці та макрофінансовій стабільності.

Зважаючи на обмежені стабілізаційні можливості курсових коливань гривні, безпечній динаміці валютного ринку має сприяти гнучке застосування засобів валютного регулювання та контролю, мікропруденційного та макропруденційного нагляду, інструментів грошово-кредитної політики та міжнародних резервів.

Політика цінової стабільності, будучи одним із чинників структурної трансформації економіки України, сприятиме зниженню довгострокової волатильності обмінного курсу завдяки послабленню негативного тиску на курс з боку швидкого погіршення поточного рахунка платіжного балансу, викликаного непродуктивним попитом.

З іншого боку, валютно-курсова політика має підтримувати зусилля Національного банку щодо досягнення пріоритетної цілі. Для цього Національний банк дотримуватиметься режиму плаваючого обмінного курсу, маючи на увазі, що грошово-кредитна політика не буде спрямована на досягнення певного рівня або діапазону обмінного курсу. По мірі відновлення стабільного функціонування валютного ринку Національний банк поступово зменшуватиме свою присутність на ньому та послаблюватиме заходи адміністративного регулювання.

Удосконалення валютного регулювання має враховувати принципи обачності, передбачені фінансовою програмою EFF. Зокрема, послаблення адміністративних заходів валютного регулювання має відбуватися лише коли це даватимуть змогу об'єктивні умови. Адміністративні обмеження пом'якшуватимуться з дотриманням обережності. Мають нівелюватися можливі нововиявлені дисбаланси для попередження можливих шоків на валютному ринку. Наведене сприятиме підвищенню стійкості валютного ринку, впорядкуванню умов його функціонування й підтримці цілеспрямованих зусиль Національного банку щодо нарощування міжнародних резервів.

Національний банк має завчасно визначити критерії, умови та швидкість здійснення таких регулятивних кроків, щоб посилити баланс між досягнутими ознаками валютної стабілізації й пом'якшенням негативного впливу адміністративних обмежень на національну економіку, особливо в частині її спроможності із залучення іноземних інвестицій.

Поступове послаблення адміністративних заходів валютного характеру має узгоджуватися зі здатністю держави не лише нівелювати довгострокові внутрішні та зовнішні фінансові дисбаланси, але також і з її спроможністю виконувати ці функції без використання допомоги МФО.

Водночас Національний банк використовуватиме валютні інтервенції з метою:

- накопичення міжнародних резервів;
- згладжування функціонування валютного ринку;
- підтримання трансмісії ключової процентної ставки як основного інструменту грошово-кредитної політики.

Зважаючи на несприятливу зовнішньоекономічну кон'юнктуру та складність доступу до світових фінансових ринків, нарощування чистих міжнародних резервів має розглядатися як окреме завдання підвищеної уваги не лише у 2017 році, але й у середньостроковій перспективі. Достатній рівень міжнародних резервів слугуватиме стабілізуючим захисним механізмом фінансової системи та економіки для нівелювання впливу зовнішніх шоків.

Національний банк здійснюватиме інтервенції на валютному ринку з метою згладжування надмірної волатильності обмінного курсу, якщо це не становитиме загрози виконанню його основної цілі. Разом із тим однакова можливість зміни обмінного курсу в обох напрямках стане важливим елементом обмеження надмірного ризику, який беруть на себе економічні агенти.

Цілі щодо досягнення цінової стабільності та накопичення міжнародних резервів за певних обставин можуть бути несумісні одна з одною. У таких випадках досягнення цінової стабільності буде пріоритетним для центрального банку.

#### **7. Комунікаційна політика Національного банку**

Для стабілізації інфляційних та валютно-курскових очікувань і досягнення пріоритетної цілі Національний банк проводитиме послідовну, підзвітну та прозору грошово-кредитну політику.

Національний банк регулярно інформуватиме Раду Національного банку та громадськість про виконання Основних засад, ґрунтовно пояснюючи суть, причини та очікувані ефекти запланованих та вжитих заходів.

Засідання Правління Національного банку з питань монетарної політики, на яких прийматимуться рішення щодо рівня ключової процентної ставки, проводитимуться заздалегідь оголошеним графіком. Результати та обґрунтування прийнятих рішень оголошуватимуться громадськості.

#### **8. Співпраця з міжнародними фінансовими організаціями**

Національний банк продовжуватиме активно співпрацювати з міжнародними фінансовими організаціями відповідно до цілей, визначених законодавством.

Рада Національного банку України, забезпечуючи вимогу статті 100 Конституції України щодо розроблення засад грошово-кредитної політики та здійснення контролю за її проведенням, проводить оцінку ризиків впливу міжнародно-правових угод та зобов'язань на стан грошово-кредитної політики та формує від-

повідні рекомендації Правлінню Національного банку України та Кабінету Міністрів України.

Рада Національного банку України затверджує рішення Правління Національного банку про участь Національного банку в міжнародних фінансових організаціях.

#### **9. Незалежність Національного банку**

Незалежність Національного банку є наріжним каменем підтримання цінової стабільності. Інституційна, фінансова та операційна незалежність Національного банку була посилена в 2015 році шляхом прийняття змін до Закону про Національний банк.

Підвищення незалежності передбачає посилення підзвітності Національного банку, що досягатиметься шляхом посилення прозорості його діяльності та звітування Раді Національного банку та громадськості. Визначені зміни в законодавстві також передбачають посилення наглядової функції Ради Національного банку за проведенням Правлінням Національного банку грошово-кредитної політики.

#### **10. Особливості проведення грошово-кредитної політики у 2017 році**

##### ***Пріоритети грошово-кредитної політики***

Грошово-кредитна політика Національного банку спрямовуватиметься на упередження реалізації інфляційних ризиків та на досягнення цільового показника інфляції на рівні 8% ( $\pm 2$  п.п.) на кінець 2017 року.

За умов достатньої контрольованості інфляційних процесів, Національний банк поступово пом'якшуватиме грошово-кредитну політику, що сприятиме зниженню вартості кредитних ресурсів та підтримуватиме економічне зростання.

Також по мірі зниження інфляційних ризиків і залежно від ситуації на валютному ринку Національний банк продовжить поступове послаблення адміністративних обмежень та лібералізацію валютного регулювання. Ці дії спрямовуватимуться на розвиток ліквідного валютного ринку, здатного абсорбувати зовнішні та внутрішні шоки, і створення сприятливого середовища для ведення бізнесу. Крім того, послаблення адміністративних обмежень має стимулювати поглиблення валютного ринку та розвиток інструментів хеджування валютних ризиків, що дасть змогу суттєво зменшити участь Національного банку у функціонуванні ринку.

Національний банк докладатиме зусиль для проходження через Верховну Раду України ініціатив, спрямованих на стимулювання кредитування в Україні, зокрема шляхом упровадження ефективного механізму захисту прав кредиторів, удосконалення механізмів фінансової реструктуризації, розбудови інфраструктури для ефективного управління проблемними активами, у т.ч. поліпшення системи оподаткування операцій, пов'язаних зі стягненням проблемної заборгованості. Та-

кож Національний банк продовжуватиме ініціювати законодавчі зміни, спрямовані на створення умов для вільного руху капіталу відповідно до стандартів ЄС; підвищення ефективності системи запобігання та протидії легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом, фінансуванню тероризму; подальший розвиток безготівкового обігу та розвиток роздрібних безготівкових платежів з використанням електронних платіжних засобів; розбудову інфраструктури, що забезпечує ефективне накопичення та обмін інформацією щодо кредитної історії позичальників; спрощення процедури приєднання банків. У рамках реформування фінансового сектору Національний банк підтримуватиме законопроекти, спрямовані на розвиток інфраструктури фінансового сектору; посилення контролю та відповідальності за операції з пов'язаними особами, вимог щодо платоспроможності та ліквідності учасників фінансового сектору, прозорості їх діяльності та звітності; посилення захисту прав споживачів та інвесторів фінансового сектору.

Це сприятиме поліпшенню роботи трансмісійного механізму, а також розширенню доступу до кредиту з боку економічних агентів.

### ***Ризики***

Ключовими факторами стримування інфляції відповідно до цільових орієнтирів залишаються зовнішня підтримка реформ, відсутність негативних шоків на зовнішніх ринках та ескалації бойових дій на сході України, і як результат - подальше поліпшення інфляційних та валютно-курсних очікувань бізнесу та населення.

У разі позитивних шоків, які стимулюватимуть збільшення пропозиції іноземної валюти, Національний банк активно нарощуватиме міжнародні резерви, маючи на увазі необхідність їх доведення до рівня, достатнього для своєчасного виконання зобов'язань держави в їх повному обсязі та досягнення пріоритетної цілі грошово-кредитної політики, незалежно від наявності кредитної підтримки з боку міжнародних фінансових організацій.

У разі виникнення негативних шоків Національний банк спрямовуватиме свої зусилля на їх локалізацію з подальшим нівелюванням, неупереджено використовуючи весь наявний комплекс інструментів грошово-кредитної політики.

**ПРОГНОЗИ**  
**динаміки монетарних показників та основних макропоказників економічного і соціального розвитку України на 2017 - 2019 рр.**

|                                                                                                        | 2017                  |       | 2018                  |       | 2019                  |     |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------|-------|-----------------------|-------|-----------------------|-----|
|                                                                                                        | Уряду<br>(Сценарій 1) | НБУ   | Уряду<br>(Сценарій 1) | НБУ   | Уряду<br>(Сценарій 1) | НБУ |
| Інфляція (індекс споживчих цін):                                                                       |                       |       |                       |       |                       |     |
| грудень до грудня попереднього року, відсотків                                                         | 8,1                   | 8,0   | 5,5                   | 6,0   | 5,2                   | 5,0 |
| у середньому до попереднього року, відсотків                                                           | 12,7                  | 11,6  | 6,7                   | 6,4   | 5,6                   | -   |
| Інфляція (індекс цін виробників промислової продукції, грудень до грудня попереднього року), відсотків | 8,5                   | 10,8  | 5,9                   | 8,9   | 4,7                   | 5,3 |
| Валовий внутрішній продукт:                                                                            |                       |       |                       |       |                       |     |
| номінальний, млрд. гривень                                                                             | 2584,9                | 2627  | 2867,5                | 2964  | 3148,4                | -   |
| реальний, відсотків до попереднього року                                                               | 3,0                   | 2,5   | 4,0                   | 3,5   | 4,0                   | 4,0 |
| Сальдо торговельного балансу, млн. доларів США                                                         | -2675                 | -3885 | -3479                 | -3764 | -3634                 | -   |
| Експорт товарів і послуг:                                                                              |                       |       |                       |       |                       |     |
| млн. доларів США                                                                                       | 47226                 | 46969 | 51911                 | 49600 | 57517                 | -   |
| відсотків до попереднього року                                                                         | 108                   | 104,9 | 109,9                 | 105,6 | 110,8                 | -   |
| Імпорт товарів і послуг:                                                                               |                       |       |                       |       |                       |     |
| млн. доларів США                                                                                       | 49901                 | 50854 | 55390                 | 53363 | 61151                 | -   |
| відсотків до попереднього року                                                                         | 109,7                 | 104,2 | 111                   | 104,9 | 110,4                 | -   |

|                                                                                                                                     |       |      |       |      |       |   |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------|------|-------|------|-------|---|
| Міжнародні резерви, млрд. доларів США                                                                                               | -     | 23,1 | -     | 27,8 | -     | - |
| Приріст грошової бази, відсотків                                                                                                    | -     | 8,4  | -     | 8,2  | -     | - |
| Приріст грошової маси, відсотків                                                                                                    | -     | 13,2 | -     | 14,5 | -     | - |
| Прибуток прибуткових підприємств, млрд. гривень                                                                                     | 616,4 | -    | 699,7 | -    | 782,6 | - |
| Фонд оплати праці найманих працівників і грошового забезпечення військовослужбовців, млрд. гривень                                  | 666,9 | -    | 759,9 | -    | 859,5 | - |
| Середньомісячна заробітна плата працівників, бруто:                                                                                 |       |      |       |      |       |   |
| номінальна, гривень                                                                                                                 | 5988  | -    | 6825  | -    | 7751  | - |
| приріст, скоригований на індекс споживчих цін, відсотків до попереднього року                                                       | 5,4   | -    | 6,8   | -    | 7,5   | - |
| Кількість зайнятих економічною діяльністю у віці 15 - 70 років, млн. осіб                                                           | 16,7  | -    | 16,9  | -    | 17,1  | - |
| Рівень безробіття населення у віці 15 - 70 років за методологією МОТ, відсотків до економічно активного населення відповідного віку | 8,7   | -    | 8,5   | -    | 8,2   | - |
| Приріст продуктивності праці, відсотків до попереднього року                                                                        | 2,1   | -    | 2,7   | -    | 2,6   | - |

Текст взято з сайту: [http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/vr001500-](http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/vr001500-16/page)

**16/page**

## ДОДАТОК В

### ПРАВЛІННЯ НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ

### ПОСТАНОВА

18.08.2015 № 541

### Про Основні засади грошово-кредитної політики на 2016 - 2020 роки

З метою забезпечення виконання функцій і завдань, покладених на Національний банк України згідно із законодавством України, відповідно до статей 9, 15 та 24 Закону України "Про Національний банк України" Правління Національного банку України **ПОСТАНОВЛЯЄ**:

1. Схвалити Пропозиції стосовно розроблення Основних засад грошово-кредитної політики на 2016 - 2020 роки (далі - Пропозиції), що додаються.

2. Запропонувати Раді Національного банку України внести зміни до Порядку розроблення Основних засад грошово-кредитної політики та контролю за її проведенням, затверджених Радою Національного банку України від 23 квітня 2015 року № 11 (далі - Порядок розроблення), з метою врахування змісту та структури Пропозицій.

3. Департаменту монетарної політики та економічного аналізу (Ніколайчук С.А.):

забезпечити подання Пропозицій на розгляд Ради Національного банку України:

підготувати пропозиції щодо змін, що вноситимуться до Порядку розроблення, в частині структури та змісту Основних засад грошово-кредитної політики для подання на розгляд Ради Національного банку України.

4. Контроль за виконанням цієї постанови покласти на заступника Голови Національного банку України Сологуба Д.Р.

**Голова В.О. Гонтарева**

**СХВАЛЕНО**  
**Постанова Правління**  
**Національного банку**

**України**  
**18.08.2015 № 541**

**ПРОПОЗИЦІЇ**  
**стосовно розроблення Основних засад грошово-кредитної**  
**політики**  
**на 2016 - 2020 роки**

Рада Національного банку України своїм рішенням від [...] вересня 2015 року схвалила Основні засади грошово-кредитної політики на 2016 - 2020 роки, що визначають стратегію на досягнення основної цілі - цінової стабільності та інших цілей Національного банку України (далі - Національний банк) відповідно до Закону України "Про Національний банк України".

Ураховуючи те, що низька і стабільна інфляція є одним із головних внесків у стає економічне зростання, який може бути забезпечений центральним банком, Національний банк вважає, що інфляційне таргетування (далі - ІТ) є найбільш сприятливим монетарним режимом для створення середовища низької та стабільної інфляції.

Передбачається, що про перехід до режиму ІТ буде офіційно оголошено до кінця 2016 року і до того часу будуть здійснені всі необхідні кроки для запровадження його важливих елементів. Під час перехідного періоду Національний банк залишатиметься вірним намірам щодо зниження рівня інфляції відповідно до зобов'язань, взятих у межах програми співпраці з МВФ (EFF).

**Стратегія грошово-кредитної політики: головне**

Національний банк досягатиме цінової стабільності шляхом дотримання кількісних цілей щодо інфляції. Такі цілі встановлюватимуться Радою Національного банку на підставі пропозицій Правління Національного банку та матимуть на меті поступове зниження інфляції в Україні до рівнів, сумісних із ціновою стабільністю. Після їх оголошення цілі не можуть бути змінені.

Також відповідно до Закону України "Про Національний банк України" Національний банк сприятиме фінансовій стабільності та додержанню стійких темпів економічного зростання та підтримуватиме економічну політику Уряду України за умови, що це не перешкоджатиме досягненню цілей щодо інфляції.

Середньострокова ціль щодо інфляції встановлена на рівні 5 % (для річного приросту індексу споживчих цін) і досягатиметься поступово. Зокрема визначено такі короткострокові цільові показники для річної зміни індексу споживчих цін:

грудень 2016 року - 12 % +/- 3 п. п.;

грудень 2017 року - 8 % +/- 2 п. п.;

грудень 2018 року - 6 % +/- 2 п. п.;

грудень 2019 року і надалі - 5 % +/- 1 п. п.

Водночас монетарна політика Національного банку буде також спрямована й на виконання таких цілей, як нарощення і в подальшому - підтримання достатнього рівня міжнародних резервів та здійснення контролю за зростанням грошових агрегатів відповідно до програми співпраці з МВФ.

Національний банк досягатиме цілей щодо інфляції, насамперед, шляхом зміни ключової процентної ставки грошово-кредитної політики (синхронізованою з обліковою ставкою) - процентної ставки за операціями Національного банку, що мають найбільший вплив на стан грошово-кредитного ринку. Інші інструменти грошово-кредитної політики відіграватимуть допоміжну роль; вони сприятимуть згладжуванню передавання ефектів від зміни ключової ставки політики в економіку, а також збалансованому розвитку фінансових ринків. Крім того, Національний банк вживатиме всіх необхідних заходів з дотримання режиму плаваючого обмінного курсу.

Правління Національного банку прийматиме рішення щодо зміни рівня ключової процентної ставки грошово-кредитної політики (далі - ключова процентна ставка) в заздалегідь оголошені дати на підставі аналізу економічного та інфляційного розвитку, проведеного Національним банком<sup>1</sup>. Результати та зміст обговорень з питань грошово-кредитної політики оприлюднюватимуться, громадськості надаватимуться відповідні роз'яснення.

---

<sup>1</sup> У разі потреби проводитимуться позачергові засідання Правління Національного банку.

Національний банк регулярно інформуватиме суспільство про хід виконання цілей і заходи, що вживатимуться в майбутньому для їх досягнення. Щоквартальний Інфляційний звіт, прес-релізи, конференції та інші комунікаційні заходи супроводжуватимуть засідання Правління Національного банку з монетарних питань.

Для посилення спроможності Національного банку в частині досягнення цілей щодо інфляції будуть удосконалені операційні засади проведення грошово-кредитних і валютних операцій і прийняття рішень з питань грошово-кредитної політики. Ці нові механізми запроваджуватимуться в кілька етапів упродовж найближчих років.

## **1. Основні принципи грошово-кредитної політики на 2016 - 2020 роки**

1. Беззаперечна пріоритетність досягнення та підтримання цінової стабільності порівняно з іншими цілями та завданнями грошово-кредитної політики.

2. Режим плаваючого обмінного курсу. Обмінний курс значною мірою визначатиметься ринковими умовами без попереднього встановлення бажаного або прогнозного значення. Водночас у разі потреби Національний банк здійснюватиме інтервенції на валютному ринку з метою поповнення міжнародних резервів або для запобігання надмірним коливанням обмінного курсу.

3. Перспективний характер прийняття рішень, які ґрунтуються на макроекономічній основі. Рішення щодо параметрів грошово-кредитної політики ґрунтуються на комплексному макроекономічному аналізі та прогнозі.

4. Прозорість діяльності Національного банку. Детальні роз'яснення дій Національного банку та причин, які їх зумовили, надаватимуться учасникам ринку відразу після ухвалення рішення (шляхом оприлюднення прес-релізів і відеозвернень, проведення брифінгів тощо) й узагальнюватимуться в офіційних аналітичних документах Національного банку, які регулярно розміщуватимуться на сторінці Офіційного інтернет-представництва Національного банку.

5. Інституційна, фінансова та операційна незалежність Національного банку. Національний банк не використовуватиме інструменти грошово-кредитної політики для досягнення будь-яких цілей, які загрожуватимуть досягненню цінової стабільності.

## **2. Мотивація для прийняття режиму ІТ**

В економічній літературі існує усталений консенсус, що центральний банк може сприяти стійкому економічному зростанню шляхом утримання низької і стабільної інфляції. Водночас упродовж останніх десятиліть українська економіка потерпала від нестабільної та непередбачуваної інфляції, що знижувало довіру до гривні та відповідно спричиняло такі наслідки:

високі процентні ставки за депозитами та кредитами;

стимулювання збільшення рівня доларизації внаслідок природного бажання вкладників хеджувати свої ризики, а також завдяки відносно низькій вартості кредитів в іноземній валюті для позичальників;

перешкоджання економічному зростанню внаслідок нестабільного економічного середовища.

Водночас режим ІТ був успішно запроваджений і випробуваний у багатьох розвинених країнах і країнах з ринками, що розвиваються, для створення середовища з низькою та стабільною інфляцією, в якому:

інфляція більше не є причиною стурбованості домашніх господарств і підприємств;

довіра до національної валюти зміцнюється та зростає сфера її використання;

реальна вартість доходів і заощаджень населення зберігається; економічні агенти не застосовують іноземну валюту як засіб обміну, накопичення та міру вартості;

низькі номінальні процентні ставки підтримують інвестиційний процес й економічне зростання;

домашні господарства та підприємства адекватно оцінюють курсові ризики та готові до потенційно суттєвих коливань обмінного курсу, результатом яких стає зміна вартості заощаджень і зобов'язань, номінованих в іноземній валюті.

Національний банк прагнутиме під час проведення грошово-кредитної політики уможливити створення в Україні макроекономічного середовища з вищеведеними характеристиками.

Ураховуючи зміни в макроекономічному середовищі та комплексні реформи, які наразі тривають, в українській економіці в найближчі роки очікується значна структурна трансформація. Крім того, Україна як мала відкрита економіка залишатиметься вразливою до зовнішніх шоків.

У цих умовах коливання номінального обмінного курсу мають слугувати основним буфером від впливу зазначених шоків. Це означає, що в разі появи негативних зовнішніх шоків (наприклад, зменшення попиту на продукцію українського експорту або погіршення умов торгівлі) помірне знецінення гривні дасть змогу зберегти конкурентоспроможність українського експорту та пом'якшить негативний вплив на обсяги виробництва і рівень зайнятості. У разі реалізації позитивних зовнішніх шоків укріплення гривні запобігатиме "перегріву" економіки та високій інфляції.

Це характеризує собою значний відхід від політики фіксованого обмінного курсу, яка проводилася в Україні протягом кількох тривалих періодів за час її незалежності. Відповідно до цієї політики обмінний курс мав бути якорем номінальної вартості всіх контрактів та рівня інфляції. Замість цього фіксація обмінного курсу призводила до накопичення макроекономічних дисбалансів і виявилася неспроможною не лише забезпечити стабільні й низькі рівні інфляції, а й підтримати економічне зростання.

Більше того, політика курсової прив'язки зробила очікування громадськості досить чутливими до коливань обмінного курсу. Відповідно це створило стимули для прийняття економічними агентами надмірних ризиків, тим самим обмежуючи використання обмінного курсу як буфера від зовнішніх шоків.

Завданням Національного банку буде поступова переорієнтація уваги громадськості з коливань обмінного курсу на рівень інфляції. Це може бути зроблено тільки шляхом розроблення послідовної, прозорої грошово-кредитної політики, спрямованої на забезпечення стабільності цін. Суттєвих зрушень в очікуваннях можливо досягти лише після досягнення успіху в зниженні інфляції та її утриманні на стабільно низькому рівні.

Монетарне таргетування може розглядатись як перехідний режим на шляху до повноцінного режиму ІТ. Згідно з домовленостями з МВФ кількісні індикативні орієнтири за монетарною базою були встановлені відповідно до цілей щодо зниження інфляції. Ці критерії можуть переглядатися щокварталу. У міру досягнення прогресу в імplementації елементів режиму ІТ відбуватиметься перехід від кількісних монетарних орієнтирів до консультацій з МВФ відносно досягнення цілей щодо інфляції. Необхідність у цьому ґрунтується на досвіді інших країн, який свідчить, що монетарне таргетування має низку недоліків у середньостроковій перспективі. Зокрема в країнах з ринками, що розвиваються, таких як Україна, попит на гроші є непередбачуваним, що ускладнює ув'язку інфляційних очікувань з монетарними цілями.

Таким чином, режим ІТ, який є комплексом заходів для проведення підзвітної та прозорої грошово-кредитної політики, що ґрунтується на встановлених правилах, є найбільш відповідним монетарним режимом для України.

### **3. Політика обмінного курсу**

Національний банк дотримуватиметься режиму плаваючого обмінного курсу, маючи на увазі, що грошово-кредитна політика не буде спрямована на досягнення певного рівня або діапазону обмінного курсу. Національний банк поступово зменшуватиме свою присутність на валютному ринку та сприятиме безперешкодному його функціонуванню. Усі нормативно-правові акти Національного банку (постанови, положення, правила тощо) будуть оприлюднюватись та роз'яснюватись учасникам ринку. Для розвитку прозорого та ліквідного внутрішнього валютного ринку Національний банк поступово послаблюватиме адміністративні заходи, які обмежують гнучкість обмінного курсу. Водночас Національний банк використовуватиме валютні інтервенції з метою:

- накопичення міжнародних резервів;
- згладжування функціонування валютного ринку;
- підтримання трансмісії ключової процентної ставки як основного інструменту грошово-кредитної політики.

Ураховуючи нестабільні економічну ситуацію і ринкові очікування, відновлення міжнародних резервів розглядається як одне з важливих завдань Національного банку на найближчі кілька років. Достатній рівень міжнародних резервів слугуватиме стабілізуючим захисним механізмом фінансовій системі та економіці для нівелювання впливу зовнішніх шоків.

Цілі щодо досягнення цінової стабільності та накопичення міжнародних резервів за певних обставин можуть бути несумісні одна з одною. У таких випадках досягнення цінової стабільності буде пріоритетним для центрального банку.

Національний банк здійснюватиме інтервенції на валютному ринку з метою згладжування надмірної волатильності обмінного курсу, якщо це не становитиме

загрозу виконання його основної цілі. Разом з тим однакова можливість зміни обмінного курсу в обох напрямках стане важливим елементом обмеження надмірного ризику, який беруть на себе економічні агенти.

#### **4. Основні елементи нової системи**

##### *Установлення інфляційних цілей*

Інфляційні цілі, які вимірюються індексом споживчих цін, встановлюватимуться Радою Національного банку.

Згідно із Законом України "Про Національний банк України" цінова стабільність - це підтримання в середньостроковій перспективі низьких, стабільних темпів інфляції, що вимірюються індексом споживчих цін.

Середньострокову ціль щодо інфляції встановлено на рівні 5 % для річної зміни індексу споживчих цін. Рада Національного банку вважає такий рівень інфляції оптимальним у середньостроковій перспективі, зважаючи на фундаментальні чинники розвитку української економіки.

Водночас установлений рівень інфляції є дещо вищим, ніж у розвинених країнах, і відображає процеси структурної перебудови та зростання продуктивності праці, які спостерігатимуться в українській економіці протягом найближчих років.

Середньострокова ціль щодо інфляції досягатиметься поступово. Зокрема, визначено такі короткострокові цільові показники для річної зміни індексу споживчих цін:

- грудень 2016 року - 12 % +/- 3 п. п.;
- грудень 2017 року - 8 % +/- 2 п. п.;
- грудень 2018 року - 6 % +/- 2 п. п.;
- грудень 2019 року та надалі - 5 % +/- 1 п. п.

##### *Досягнення інфляційних цілей*

Національний банк досягатиме встановленої цілі щодо інфляції, насамперед, шляхом коригування ключової процентної ставки - процентної ставки за операціями регулювання ліквідності, які мають найбільший вплив на стан грошово-кредитного ринку. Отже, залежно від структурної позиції ліквідності банківської системи (тобто її дефіциту або профіциту) ключова процентна ставка буде або ставкою за операціями з надання ліквідності (наприклад, за операціями рефінансування), або за операціями зі стерилізації (наприклад, проведення тендерів з розміщення депозитних сертифікатів Національного банку). Такі операції будуть незмінно проводитися за наперед встановленою ціною.

Ключова процентна ставка (яка буде синхронізована з обліковою ставкою) встановлюватиметься Правлінням Національного банку та відображатиме стан грошово-кредитної політики, слугуючи операційною ціллю для короткострокових процентних ставок на міжбанківському кредитному ринку.

Ключова процентна ставка доповнюватиметься коридором процентних ставок за кредитними та депозитними операціями овернайт з метою управління коротко-

строковими процентними ставками на міжбанківському ринку шляхом обмеження їх коливань навколо ключової процентної ставки політики.

Подальша трансмісія зміни ключової процентної ставки і міжбанківських короткострокових процентних ставок у реальний сектор економіки відбуватиметься різними каналами (процентним, валютним, кредитним, інших активів тощо).

Інші інструменти грошово-кредитної політики відіграватимуть допоміжну роль у досягненні цільових показників інфляції, а саме:

*операції тонкого налаштування та структурні операції регулювання ліквідності*, тобто тендери рефінансування та тендери з розміщення депозитних сертифікатів Національного банку зі строковістю, відмінною від основних операцій регулювання ліквідності, операції репо, валютні свопи, купівля та продаж державних цінних паперів тощо. Такі операції використовуватимуться як додаткові інструменти грошово-кредитної політики для згладжування впливу на процентні ставки значних коливань ліквідності на ринку та сприяння збалансованому розвитку грошово-кредитного ринку та ринку цінних паперів. Такі додаткові інструменти використовуватимуться на засадах ринкового ціноутворення, оскільки метою їх застосування стане не вплив на процентні ставки, а поліпшення функціонування ринку шляхом допомоги його учасникам в управлінні ліквідністю;

*обов'язкове резервування*. Цей інструмент використовуватиметься для регулювання ліквідності банківської системи та посилення впливу зміни ключової процентної ставки на процентні ставки на міжбанківському ринку. З часом відбуватиметься відхід від застосування цього інструменту з метою трансмісії грошово-кредитної політики;

*інтервенції на валютному ринку*. Національний банк здійснюватиме інтервенції на валютному ринку для нарощення до належного рівня міжнародних резервів, згладжування надмірних коливань обмінного курсу, не здійснюючи негативного впливу на процес досягнення інфляційної цілі, а також для підтримання ключової процентної ставки як основного інструменту грошово-кредитної політики. Проте кількісні показники для обмінного курсу встановлюватися не будуть. У рамках нового режиму грошово-кредитної політики обмінний курс змінить свою роль інструменту грошово-кредитної політики на роль індикатора трансмісії монетарної політики. Моніторинг змін обмінного курсу залишатиметься важливим для встановлення ключової процентної ставки, оскільки канал обмінного курсу на сьогодні є найпотужнішим у трансмісійному механізмі.

Правління Національного банку прийматиме рішення щодо рівня ключової процентної ставки на регулярних і заздалегідь оголошених засіданнях (після обговорення на Комітеті з монетарної політики). Рішення щодо ключової процентної ставки прийматиметься на підставі комплексного аналізу макроекономічного, монетарного та фінансового розвитку, включаючи макроекономічний прогноз, розроблений Національним банком. Ці прогнози інфляції та інших макроекономічних показників ґрунтуватимуться на кількісних моделях, припущеннях щодо зміни

адміністративно регульованих цін та інших зовнішніх чинників, які визначають інфляцію, зокрема щодо динаміки розвитку світової економіки. Також суттєва увага приділятиметься аналізу реальних монетарних умов, у тому числі процентних ставок, обмінних курсів, грошових агрегатів, кредитів, депозитів тощо.

Процес формулювання рішень з грошово-кредитної політики та прогнозування інфляції припускає багато невизначеностей внаслідок впливу зовнішніх шоків і системних трансформаційних процесів, які є в економіці України. Національний банк під час підготовки прогнозу інфляції та рішень з грошово-кредитної політики братиме до уваги всю наявну інформацію. Прогнози оновлюватимуться в міру надходження інформації. Зміни в грошово-кредитній політиці (наприклад, щодо ключової процентної ставки політики) відбуватимуться в разі виникнення ризику значного відхилення показника інфляції від оголошених цілей та несумісності поточного монетарного стану з їх досягненням. Таким чином, прогнози завжди досягатимуть оголошеної цілі протягом бажаного періоду часу. Масштаби та строки таких змін у грошово-кредитній політиці залежатимуть від ефективності монетарного трансмісійного механізму та його часових лагів.

Інфляція може відхилитися в короткостроковому періоді від заздалегідь оголошених цільових значень у зв'язку з впливом зовнішніх і внутрішніх шоків, які є поза контролем грошово-кредитної політики, зокрема таких, як зміни цін на сировинні товари та інші високо волатильні компоненти індексу споживчих цін, відхилення адміністративно регульованих цін від раніше заявленого рівня тощо. Приведення інфляції до її цільового рівня в найкоротший термін за таких обставин може бути дуже витратним з погляду економічного зростання. У такому разі заходи грошово-кредитної політики спрямовуватимуться на запобігання впливу вторинних ефектів цих подій на інфляційні очікування і таким чином сприятимуть збереженню цінової стабільності в середньостроковій перспективі. Період часу, протягом якого буде досягнуто повернення до встановленої цілі щодо інфляції, буде чітко доведено до відома громадськості в кожному такому випадку.

## **5. Комунікація рішень з грошово-кредитної політики**

Для стабілізації інфляційних очікувань і досягнення інфляційної цілі Національний банк проводитиме послідовну, підзвітну та прозору грошово-кредитну політику.

Національний банк регулярно інформуватиме громадськість про виконання поставлених інфляційних цілей, ґрунтовно пояснюючи суть та причини вжитих заходів.

Засідання Правління Національного банку з питань монетарної політики, на яких прийматимуться рішення щодо рівня ключової процентної ставки, проводитимуться за заздалегідь оголошеним графіком. Результати та обґрунтування прийнятих рішень оголошуватимуться громадськості.

Інфляційний звіт стане головним комунікаційним інструментом грошово-кредитної політики. Перший випуск цього документа був оприлюднений у березні 2015 року. Цей документ публікуватиметься щокварталу та міститиме оцінку поточної економічної ситуації, макроекономічний прогноз (з акцентом на прогноз інфляції), аналіз основних ризиків для досягнення інфляційної цілі та впливи майбутніх змін і ризиків на грошово-кредитну політику.

Після прийняття рішень з питань грошово-кредитної політики Національним банком проводитимуться комунікації з широкими колами громадськості та зацікавленими групами осіб за допомогою періодичних публікацій, прес-конференцій і прес-релізів, а також шляхом проведення разових аналітичних семінарів, конференцій та публікацій на спеціальні теми.

## **6. Незалежність Національного банку**

Незалежність центрального банку є наріжним каменем підтримання цінової стабільності. Інституційна, фінансова та операційна незалежність Національного банку була посилена в 2015 році шляхом прийняття змін до Закону України "Про Національний банк України".

Збільшення незалежності передбачає підвищення підзвітності Національного банку, що досягатиметься шляхом посилення прозорості його діяльності та звітування громадськості та Раді Національного банку. Вищезазначені зміни в законодавстві також передбачають посилення наглядової функції Ради Національного банку за проведенням Правлінням Національного банку грошово-кредитної політики.

Координація роботи Національного банку з Урядом України спрямовуватиметься на виконання завдань, визначених Законом України "Про Національний банк України". Водночас Національний банк не зазнаватиме тиску та не використовуватиме інструменти грошово-кредитної політики для досягнення будь-якої цілі, яка створюватиме загрозу цінової стабільності.

Національний банк співпрацюватиме з Урядом України та іншими установами в розбудові відповідних інституційних умов для ефективного функціонування режиму ІТ, у тому числі зваженої бюджетної політики, розвитку фінансового ринку та інших заходів, пов'язаних зі зміцненням довіри до національної валюти.

**Текст взято з сайту:** <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/v0541500-15>

## ДОДАТОК Г

### Звіт Правління Національного банку України щодо проведення грошово-кредитної політики у 2016 році

#### Головне: виконання цілей і завдань грошово-кредитної політики

У 2016 році діяльність Правління Національного банку спрямовувалась на виконання цілей діяльності Національного банку, передбачених статтею 6 Закону України «Про Національний банк України», та цілей грошово-кредитної політики, задекларованих у Пропозиціях стосовно розроблення Основних засад грошово-кредитної політики на 2016 – 2020 роки, затверджених постановою Правління Національного банку №541 від 18 серпня 2015 року (далі - *Стратегія монетарної політики на 2016 – 2020 роки*).

У 2016 році Національним банком було:

**1. Досягнуто кількісну ціль щодо інфляції на кінець 2016 року –  $12\% \pm 3$  в. п. Приріст індексу споживчих цін у 2016 році становив 12.4%.**

Стрімке уповільнення споживчої інфляції (з 43.3% у 2015 році) відповідало прогнозам Національного банку, що публікувалися в Інфляційних звітах протягом 2016 року. Це відбулося насамперед завдяки дії фундаментальних факторів, про що свідчило швидке уповільнення базової інфляції (до 5.8%).

Макроекономічна стабілізація та поступове пом'якшення грошово-кредитної політики в міру послаблення інфляційних ризиків стали внеском у відновлення економічного зростання в Україні, темпи якого за попередніми оцінками фахівців Національного банку становили **2.2%**

**за 2016 рік.**

**7. Збільшено обсяг міжнародних резервів.** У періоди перевищення на внутрішньому ринку пропозиції іноземної валюти над попитом Національний банк проводив операції з купівлі іноземної валюти з метою поповнення міжнародних резервів. Сальдо валютних інтервенцій за підсумками року було додатним та становило 1.6 млрд. дол. США. Разом з отриманням третього траншу від МВФ у рамках програми EFF це дозволило **збільшити обсяг міжнародних резервів до 15.5 млрд. дол. США** (або 3.4 місяця імпорту майбутнього періоду) на кінець року порівняно з 13.3 млрд. дол. США на кінець 2015 року.

**8. Виконано кількісні критерії та індикативні цільові показники спільної з МВФ програми за підсумками 2016 року:** кумулятивна зміна чистих міжнародних резервів за підсумками року становила 2 692 млн. дол. США (нижня межа на критерієм – 2 627 млн. дол. США), кумулятивна зміна чистих внутрішніх активів – 3.1 млрд. грн. (верхня межа за критерієм – 30.8 млрд. грн.), кумулятивна

зміна грошової бази – 45.6 млрд. грн. (верхня межа за індикативною ціллю – 72.3 млрд. грн.), інфляція у річному вимірі – 12.4% (індикативна ціль –  $12\% \pm 3$  в.п.).

9. Національний банк **дотримувався режиму плаваючого валютного курсу**. Грошово-кредитна політика у 2016 році не була спрямована на досягнення певного рівня або діапазону обмінного курсу. Курсова динаміка не створювала загроз для виходу інфляції за межі цільового діапазону. Проведення збалансованої політики валютних інтервенцій сприяло зниженню середньомісячної волатильності обмінного курсу гривні до долара США до 6.2% у 2016 році, порівняно з 28.8% у 2015 році.

10. **Удосконалені операційні засади проведення монетарної політики і валютних операцій**. Для посилення спроможності Національного банку в частині досягнення цілей щодо інфляції у квітні 2016 року було удосконалено операційний дизайн монетарної політики, а саме: облікову ставку було синхронізовано з ключовою ставкою за основними операціями з регулювання ліквідності – розміщення депозитних сертифікатів Національного банку на двотижневий строк. Таким чином, облікова ставка стала де-факто ключовою ставкою монетарної політики. Крім того, було зафіксовано симетричний коридор процентних ставок за операціями постійного доступу ( $\pm 2$  в.п.) навколо ключової ставки.

У жовтні 2016 року було **затверджено "Стратегію валютних інтервенцій Національного банку України на 2016-2020 роки"**, яка визначає політику регулятора з проведення операцій на міжбанківському валютному ринку в умовах режиму інфляційного таргетування та плаваючого обмінного курсу.

6. **Посилено підзвітність і прозорість грошово-кредитної політики**. Упродовж 2016 року Національний банк послідовно та регулярно інформував громадськість щодо виконання своїх цілей, ґрунтовно пояснюючи суть та причини вжитих ним заходів. Правління Національного банку приймало рішення щодо облікової ставки на засіданнях з питань монетарної політики відповідно до заздалегідь оголошеного графіку. Після кожного засідання Правління Національного банку з монетарних питань проводились прес-брифінги Голови Національного банку, публікувались прес-релізи щодо зміни ключової ставки. Крім того, щоквартально публікувався Інфляційний звіт, який містить комплексний аналіз економічної ситуації, макроекономічний прогноз з оцінкою ризиків для його основного сценарію та обґрунтування прийнятих Національним банком монетарних рішень.

**Текст взято з сайту:** <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=44753289>

## ДОДАТОК Д

### Рада Національного банку України схвалила Оцінку діяльності Правління у 2016 році

28 лютого 2017 року Рада Національного банку України (далі – Рада) на своєму засіданні заслухала звіт про діяльність Правління Національного банку України (далі – Правління)(презентація звіту – за посиланням) у 2016 році. За його результатами Рада схвалила Оцінку діяльності Правління щодо виконання Основних засад грошово-кредитної політики у 2016 році і Рекомендації Правлінню НБУ та уряду України.

У засіданні Ради брали участь члени Правління, Голова Комісії з цінних паперів та фондового ринку, представники Верховної Ради України, Міністерства економіки, керівники банківських асоціацій, представники громадських організацій.

"Сьогоднішнє засідання показало, що незважаючи на фінансово-економічні труднощі нашої держави, Національний банк України зміг мобілізувати всі ресурси і виконати головну ціль, визначену Основними засадами грошово-кредитної політики на 2016 рік, – зазначив Голова Ради Богдан Данилишин. – Водночас тепер перед Національним банком стоять не менш складні завдання –добитися цінової стабільності в Україні, стабільності банківської системи і відновлення економічного зростання. Нагадаю, що у 2015 році падіння реального ВВП становило 9.9%. Зрозуміло, що відсутність цінової стабільності і стабільності банківської системи не сприяли додержанню стійких темпів економічного зростання. Приріст реального ВВП на 2.2% у 2016 році свідчить про можливість відновлення економічного зростання в наступні роки. Вважаю, що Національний банк спроможний поступово відновити цінову стабільність і забезпечити виконання своєї основної функції" – зазначав Богдан Данилишин.

Під час засідання Рада акцентувала, що аналіз глобальних тенденцій, макроекономічних даних, матеріалів, поданих Правлінням, дають підстави стверджувати, що реалізація грошово-кредитної політики відповідала встановленим цільовим орієнтирам. Причому зазначене стосується не тільки формального досягнення оголошеної інфляційної цілі, а також ширшого кола питань, які вказують на появу макроекономічних передумов переходу на нижчу інфляційну траєкторію без ризику для відновлення потенціалу економіки, хоча з певними застереженнями.

Рада визнала, що показник споживчої інфляції в 2016 році було знижено до встановленого цільового рівня, а сам рівень узгоджується із цільовими орієнтирами, схваленими постановою Правління Національного банку України від 18 серпня 2015 року № 541 "Про Основні засади грошово-кредитної політики на 2016 – 2020 роки".

Разом з тим Рада констатувала, що у 2016 році тривала банківська криза: протягом року кількість діючих банків скоротилася від 117 до 96. Націоналізація на-

прикінці 2016 року ПАТ КБ "Приватбанк" хоча й сприяла швидкій локалізації проблем найбільшого банку країни, проте сама по собі ще не дала змоги їх остаточно розв'язати і визначити весь комплекс чинників, що призвели до неплатоспроможності найбільшого системного банку країни.

Різке погіршення в 2016 році поточного рахунку платіжного балансу (–3.4 млрд. дол. США порівняно з –0.2 млрд. у 2015 році) було безпосередньо зумовлене більш як триразовим зростанням дефіциту зовнішньої торгівлі товарами та послугами. Усе це разом із низьким рівнем суверенного рейтингу країни та збереженням її значного зовнішнього боргу зумовлює високу національну залежність від нових зовнішніх запозичень, насамперед у рамках фінансової програми EFF.

Підвищення тарифів на споживання енергії й житлово-комунальні послуги сприяло стабілізації фінансового стану суб'єктів господарювання, що їх генерують/надають, зменшивши одночасно відповідний тиск на державний та місцеві бюджети. Це дало змогу знизити гостроту їх хронічної залежності від внутрішніх запозичень.

Незважаючи на досягнення цільових орієнтирів грошово-кредитної політики в 2016 році, в Україні все ще залишаються актуальними ризики зміни темпів реформ із неоднозначними перспективами глобального макрофінансового оточення.

Крім того, існують ризики прискорення споживчої інфляції в поточному році, насамперед через збільшення промислової інфляції та відновлення споживчого попиту.

Упродовж 2016 року на валютному ринку спостерігалися ознаки певної стабілізації. Зокрема, суттєво уповільнилися курсове знецінення гривні. Проте через структурні вади національної економіки та нестійкість зовнішньої кон'юнктури девальваційні ризики залишаються досить відчутними.

В умовах перевищення пропозиції над попитом Національний банк проводив операції з купівлі іноземної валюти для поповнення міжнародних резервів. Утім, такі операції фактично стримували тенденції щодо зміцнення гривні після епізодів її послаблення. Ключовою проблемою для інтенсифікації банківського кредитування залишаються суттєві системні ризики вітчизняної економіки.

Національним банком у процесі проведення грошово-кредитної політики застосовувалися монетарні та фінансові інструменти, притаманні саме центральним банкам.

Під час засідання Рада також ухвалила Рекомендації Правлінню та Кабінету Міністрів України, розглядала питання про результати проведення внутрішнього аудиту у структурних підрозділах Національного банку України в 2016 році та питання поточної діяльності Ради.

**Текст взятий з сайту: [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=44703708](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=44703708)**

## ДОДАТОК Е

### Аналіз Меморандуму про економічну та фінансову політику, укладеного між Україною та МВФ 1 вересня 2016 р. (у частині монетарної політики)

#### *Коротка історична довідка.*

Історія безпосередньої співпраці України з МВФ сягає жовтня 1994 р.

Наявні матеріали дають можливість відстежити появу *кількісних критеріїв ефективності* за чистими міжнародними резервами (ЧМР) та чистими внутрішніми активами (ЧВА), а також *індикативної цілі* щодо приросту монетарної бази вже у 1999 р.

У меморандумі 2004 р., коли Україна не позичала, а лише резервувала невеликий обсяг коштів, присутні ті самі критерії та цілі (ЧМР, ЧВА, монетарна база). Крім того, у цьому меморандумі з'являється поняття *програмного обмінного курсу* (фактично, значення курсу фіксується на момент укладання угоди), котре фігурує у всіх подальших програмах співпраці.

Меморандум 2008 р. не мав вимог щодо ЧВА, натомість показник монетарної бази (поряд з ЧМР) був віднесений до розряду критеріїв ефективності. Тобто, теоретично, у Національного банку залишалось поле для маневру: у випадку недовиконання показника за ЧМР, можна досягнути запланованого приросту монетарної бази за рахунок збільшення ЧВА.

У 2010 р. було достроково припинено дію попередньої угоди і укладено нову. У ній відбулося повернення до «традиційного» формату: ЧМР, ЧВА – критерії ефективності, монетарна база – індикативна ціль.

У такому вигляді вимоги збереглися в угодах 2014 р. та 2015 р., включно з останнім переглядом у вересні 2016 р.

Протягом усього періоду співпраці з МВФ можна простежити посилення моніторингу виконання Україною взятих на себе зобов'язань. Зокрема, 2004 р. НБУ мав звітувати за 14 пунктами, 2008 р. – за 16, 2010 р. – за 23, 2014 р. – за 27; 2015 р. кількість пунктів зростає до 37.

Як випливає з пункту 5 Меморандуму, метою монетарної політики Національного банку є забезпечення монетарної та фінансової стабільності шляхом підтримання гнучкого обмінного курсу, зниження інфляції, а також накопичення міжнародних резервів. Крім того, у п. 6 йдеться про те, що монетарна політика НБУ розвивається у напрямі інфляційного таргетування, з основною метою знизити інфляцію до однозначного рівня в середньостроковій перспективі.

Кількісні критерії ефективності (мінімальний приріст ЧМР, максимальний приріст ЧВА) та індикативна ціль (максимальний приріст монетарної бази) до че-

рвня 2017 р. (на квартальній основі) викладені у таблиці 2b (додаток до Меморандуму).

Перш ніж давати оцінку зазначеним вимогам та обмеженням, варто зробити невеликий *теоретичний відступ*. Потрібно чітко розібратися, що на практиці означають показники, котрим стільки уваги приділяє МВФ.

Джерелом формування монетарної бази є активи Національного банку, а пасиви – це структура її використання. Вдавшись до деяких спрощень та узагальнень, монетарну базу можна представити таким чином:

**Таблиця Е.1.**

|                                                        |
|--------------------------------------------------------|
| <b>Активи (джерела формування монетарної бази)</b>     |
| <b>Чисті міжнародні резерви</b>                        |
| Валові міжнародні резерви                              |
| Валові резервні зобов'язання                           |
| <b>Чисті внутрішні активи</b>                          |
| Чистий внутрішній кредит НБУ                           |
| Чисті вимоги до Уряду                                  |
| <i>Вимоги до Уряду (передусім за ОВДП)</i>             |
| <i>Кошти на рахунках Уряду в НБУ</i>                   |
| Чисті вимоги до банків                                 |
| <i>Рефінансування банків</i>                           |
| <i>Депозитні сертифікати НБУ</i>                       |
| Чисті інші статті                                      |
| <b>Пасиви (структура використання монетарної бази)</b> |
| <b>Монетарна (грошова) база</b>                        |
| <b>Готівка в обігу (поза банками)</b>                  |
| <b>Резерви банків</b>                                  |
| Готівка в сейфах                                       |
| Коррахунки                                             |

Як видно з таблиці Г.1, монетарна база, з точки зору активів НБУ, дорівнює сумі чистих міжнародних резервів (ЧМР) та чистих внутрішніх активів (ЧВА), а з точки зору пасивів – складається з готівки в обігу та банківських резервів (готівка в сейфах + коррахунки).

До міжнародних резервів належать ліквідні валютні кошти НБУ та Уряду (що знаходяться на рахунках в НБУ). Резервні зобов'язання включають весь обсяг заборгованості перед МВФ та всі короткострокові (до 1 року) зобов'язання НБУ.

Чисті внутрішні активи складаються з чистого внутрішнього кредиту НБУ та чистих інших статей (активи і пасиви, не відображені у таблиці: доходи та витрати НБУ, сума переоцінки іноземної валюти тощо).

Лєвова частка чистого внутрішнього кредиту НБУ припадає на чисті вимоги до Уряду (де факто, вимоги за ОВДП мінус кошти на рахунках Уряду). Таким чином, на обсяг монетарної бази може впливати не лише НБУ, а й Уряд, змінюючи обсяг коштів на своїх рахунках в НБУ (як у гривні, так і в іноземній валюті).

Чисті вимоги до банків, фактично, дорівнюють різниці залишків за кредитами рефінансування та депозитними сертифікатами НБУ.

Для того, щоб з'ясувати, як саме впливають окремі монетарні операції на зміни у монетарній базі (та її складових), варто навести ще одну таблицю<sup>45</sup>.

Таблиця Е.2.

| Вплив елементарних монетарних операцій НБУ і Мінфіну на ЧМР, ЧВА та монетарну базу    |                                                                             |                   |                       |                        |                             |                        |                           |                          |                |
|---------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------|-------------------|-----------------------|------------------------|-----------------------------|------------------------|---------------------------|--------------------------|----------------|
| № операції                                                                            | Назва елементарної монетарної операції                                      | Кошти Уряду в НБУ | Чисті вимоги до Уряду | Чисті вимоги до банків | Чисті внутрішні кредити НБУ | Чисті внутрішні активи | Валові міжнародні резерви | Чисті міжнародні резерви | Монетарна база |
| 1                                                                                     | 2                                                                           | 3                 | 4                     | 5                      | 6                           | 7                      | 8                         | 9                        | 10             |
| <b>Монетарні операції НБУ, у здійсненні яких Міністерство фінансів не бере участі</b> |                                                                             |                   |                       |                        |                             |                        |                           |                          |                |
| 1                                                                                     | Купівля Національним банком валюти на міжбанківському ринку                 |                   |                       |                        |                             | +                      | +                         | +                        |                |
| 2                                                                                     | Продаж Національним банком валюти на міжбанківському ринку                  |                   |                       |                        |                             | -                      | -                         | -                        |                |
| 3                                                                                     | Купівля Національним банком ОВДП на вторинному ринку                        | +                 |                       | +                      | +                           |                        |                           |                          | +              |
| 4                                                                                     | Продаж Національним банком ОВДП на вторинному ринку                         | -                 |                       | -                      | -                           |                        |                           |                          | -              |
| 5                                                                                     | Рефінансування банків                                                       |                   |                       | +                      | +                           | +                      |                           |                          | +              |
| 6                                                                                     | Повернення банками кредитів рефінансування                                  |                   | -                     | -                      | -                           |                        |                           |                          | -              |
| 7                                                                                     | Сплата процентів банками за кредити рефінансування*                         |                   |                       |                        |                             | -                      |                           |                          | -              |
| 8                                                                                     | Розміщення депозитних сертифікатів НБУ                                      |                   |                       | -                      | -                           | -                      |                           |                          | -              |
| 9                                                                                     | Повернення коштів за депозитними сертифікатами НБУ                          |                   |                       | +                      | +                           | +                      |                           |                          | +              |
| 10                                                                                    | Сплата процентів Національним банком за депозитними сертифікатами**         |                   |                       |                        |                             | +                      |                           |                          | +              |
| 11                                                                                    | Надходження від МВФ                                                         |                   |                       |                        |                             |                        | +                         |                          |                |
| 12                                                                                    | Сплата Національним банком основного боргу МВФ                              |                   |                       |                        |                             |                        | -                         |                          |                |
| 13                                                                                    | Сплата Національним банком процентів МВФ**                                  |                   |                       |                        |                             | +                      | -                         |                          |                |
| <b>Монетарні операції НБУ, пов'язані з діяльністю Міністерства фінансів</b>           |                                                                             |                   |                       |                        |                             |                        |                           |                          |                |
| 14                                                                                    | Продаж Національним банком валюти Мінфіну                                   |                   |                       |                        |                             |                        |                           |                          |                |
| 15                                                                                    | Купівля Національним банком валюти у Мінфіну                                |                   |                       |                        |                             |                        |                           |                          |                |
| 16                                                                                    | Погашення Мінфіном Національному банку основного боргу за ОВДП              | -                 |                       |                        |                             |                        |                           |                          |                |
| 17                                                                                    | Сплата Мінфіном Національному банку процентів за ОВДП*                      | -                 | +                     |                        | +                           |                        |                           |                          |                |
| 18                                                                                    | Перерахування Національним банком прибутку до бюджету**                     | +                 | -                     |                        | -                           |                        |                           |                          |                |
| <b>Монетарні операції Міністерства фінансів</b>                                       |                                                                             |                   |                       |                        |                             |                        |                           |                          |                |
| 19                                                                                    | Надходження коштів з економіки на рахунок Уряду (податки)                   | +                 | -                     |                        | -                           | -                      |                           |                          | -              |
| 20                                                                                    | Розміщення Мінфіном ОВДП на первинному ринку                                | +                 | -                     |                        | -                           | -                      |                           |                          | -              |
| 21                                                                                    | Витрачання коштів з рахунку Уряду на потреби економіки                      | -                 | +                     |                        | +                           | +                      |                           |                          | +              |
| 22                                                                                    | Погашення Мінфіном основного боргу і процентів за ОВДП поза НБУ             | -                 | +                     |                        | +                           | +                      |                           |                          | +              |
| 23                                                                                    | Купівля Мінфіном валюти поза НБУ                                            |                   |                       |                        |                             |                        | +                         | +                        | +              |
| 24                                                                                    | Продаж Мінфіном валюти поза НБУ                                             |                   |                       |                        |                             |                        | -                         | -                        | -              |
| 25                                                                                    | Сплата Мінфіном основного боргу і процентів за зовнішніми зобов'язаннями*** | -                 | +                     |                        | +                           | +                      | -                         | -                        |                |
| 26                                                                                    | Зовнішні надходження Уряду***                                               | +                 | -                     |                        | -                           | -                      | +                         | +                        |                |

\* чисті інші статті зменшуються

\*\* чисті інші статті збільшуються

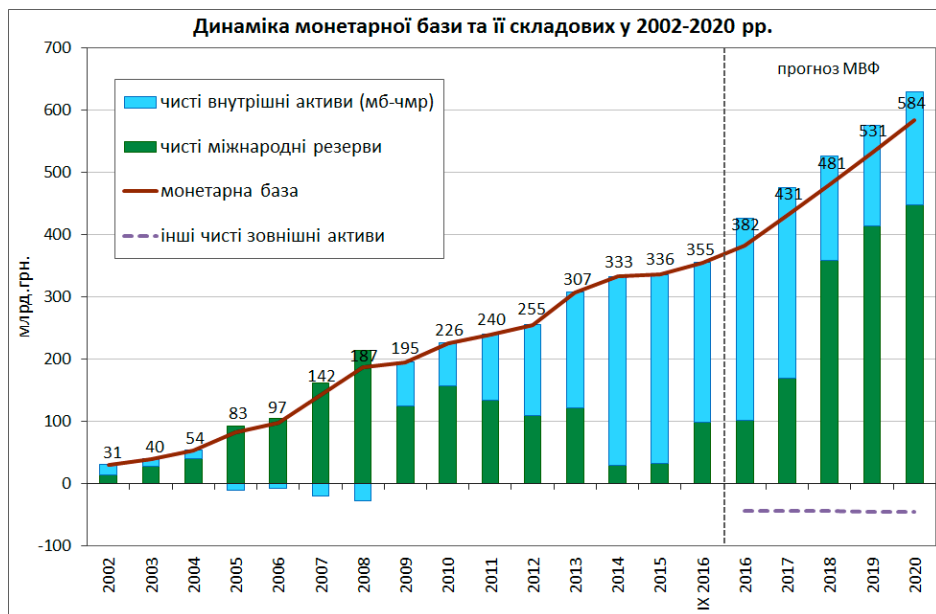
\*\*\* включно з ОВДП, номінованими в іноземній валюті

<sup>45</sup> Під час написання цього блоку використано статтю: В. Болдаков, «Монетарні операції Національного банку України», Вісник НБУ, березень 2000 р.

Аналізуючи таблицю Г.2 необхідно пам'ятати, що більшість монетарних операцій здійснюються комплексно (як поєднання кількох елементарних операцій). До прикладу, погашення Мінфіном Національному банку основного боргу за ОВДП (про що йтиметься у подальшому аналізі) передбачає насправді проведення двох послідовних операцій: 19 (або 20) та 16, що у підсумку призводить до скорочення ЧВА та монетарної бази.

А тепер **повернімося до аналізу Меморандуму** про економічну та фінансову політику. Як вже зазначалось вище, у додатку до Меморандуму (таблиця 2b) викладено конкретні вимоги, зокрема, щодо приростів ЧМР, ЧВА та монетарної бази до червня 2017 р. Проте, для того, щоб оцінити зазначені вимоги, часові межі доцільно розширити. Для цього скористаємось ретроспективними статистичними даними та прогнозними показниками МВФ до 2020 р. (таблиця 5 у додатку до другого перегляду програми). Крім того, для зручності представимо це все графічно.

**Графік 1**



На перший погляд, динаміка зростання монетарної бази у 2016-2020 рр. цілком прийнятна, особливо у порівнянні з показником 2015 р. (приріст 2,8 млрд. грн. або 0,8%).

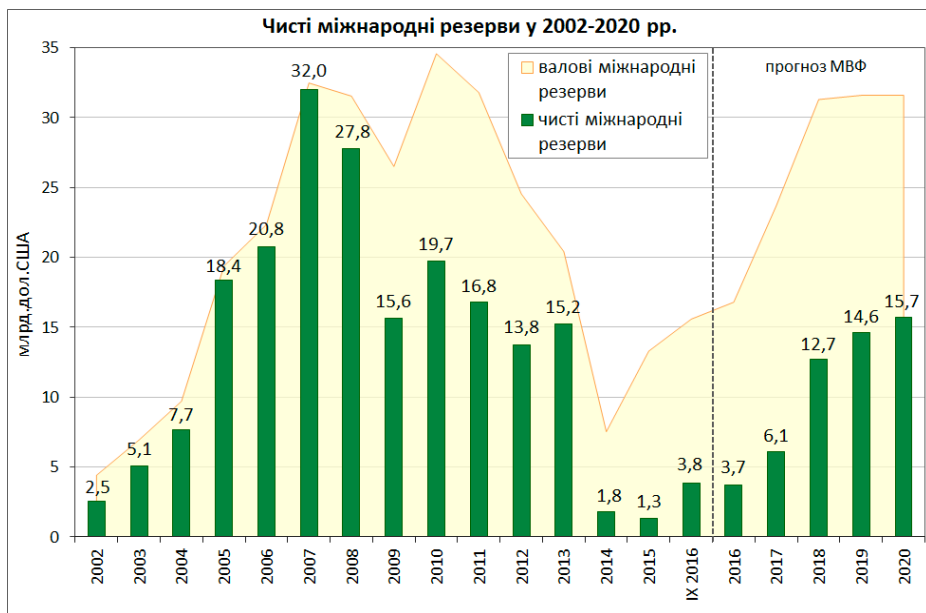
З точки зору структури очевидно, що МВФ вимагає від України (НБУ та Уряду) накопичувати міжнародні резерви, одночасно обмежуючи можливості збіль-

шення грошової пропозиції за рахунок власних джерел. Спробуймо відповісти на запитання, чи ці вимоги реалістичні, наскільки обмеження болісні та чи відповідають вони нашим інтересам?

На графіку 1 видно, що обсяг *чистих міжнародних резервів* у 2014-2015 рр. знизився до критичного рівня (а у квітні 2015 р. набував навіть від'ємного значення), при тому, що у 2005-2008 рр. ЧМР перевищували обсяг монетарної бази. Більше того, у багатьох доволі успішних країнах з власною грошовою одиницею (до прикладу, Польща, Чехія) ЧМР стало перевищують обсяг монетарної бази. Тобто, вимога щодо накопичення міжнародних резервів, під цим кутом зору, виглядає доволі обґрунтованою.

Але якого саме рівня чистих міжнародних резервів чекає від нас МВФ? Без урахування курсового чинника фактичні та прогнозні показники виглядатимуть таким чином:

**Графік 2.**



Виявляється, що до кінця 2020 р. Україна має накопичити чисті міжнародні резерви усього лише до рівня кінця 2013 р. Показник 2016 р. вже фактично виконано, а найбільший річний приріст припадає на 2018 р. То за рахунок чого планується накопичувати ЧМР у майбутньому?

Зі стовпчика 9 таблиці 1.2 випливає, що ЧМР, фактично, можуть збільшуватись лише за рахунок інтервенцій НБУ на міжбанківському ринку та зовнішніх надходжень Уряду.

Кредити МВФ не враховуються при підрахунку ЧМР, оскільки у повному обсязі належать як до міжнародних резервів, так і до резервних зобов'язань.

Прогноз МВФ платіжного балансу (таблиця 3 у додатку) свідчить, що поточний рахунок до 2020 р. буде дефіцитним (2016 р. - 1,3 млрд. дол., 2017 р. - 2,0 млрд., 2018 р. - 2,1 млрд., 2019 р. - 2,3 млрд., 2020 р. - 2,7 млрд.). Тобто, з боку зовнішньоторговельних операцій ми матимемо тиск у напрямі зменшення резервів.

Натомість, за фінансовим рахунком з наступного року прогнозується профіцит (2017 р. - 1,9 млрд., 2018 р. - 6,6 млрд., 2019 р. - 2,5 млрд., 2020 р. - 2,6 млрд.). Зазначені показники досягаються за рахунок припливу прямих іноземних інвестицій з тенденцією до зростання (протягом 2017-2020 рр. - загалом 12,8 млрд.) та портфельних інвестицій у 2017-2018 рр. (4,1 млрд.). З портфельними інвестиціями усе досить просто - це, з великою ймовірністю, випуск нових євробондів. А от з ППІ - складніше. Що це за гроші, під які реальні активи? Стратегічні підприємства, земля?..

Але це питання має опосередковане відношення до динаміки ЧМР. Тому що, за прогнозом, лише у 2018 р. зведений платіжний баланс (фактично сума поточного і фінансового рахунків) буде додатним (4,5 млрд. дол.). Усі інші кошти плануються залучити як офіційне фінансування (від СБ, ЄІБ, ЄБРР, ЄС тощо) - за 2017-2020 рр. 7,6 млрд. дол.

Якщо прогноз, а отже й вимоги щодо накопичення ЧМР вважати реалістичними, то чи потрібне нам таке збільшення резервів за рахунок нових боргів (хай навіть на порівняно прийнятних умовах)?

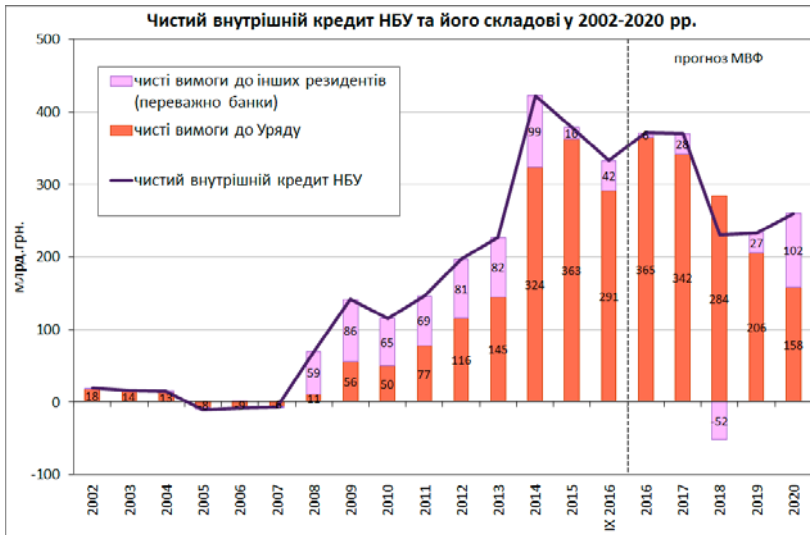
Дещо зорієнтувавшись у вимогах щодо ЧМР, перейдемо до аналізу обмежень на **приріст чистих внутрішніх активів**.

У Технічному меморандумі про взаєморозуміння чисті внутрішні активи (ЧВА) визначаються, як різниця між монетарною базою та ЧМР. Проте, у такому представленні аналізувати цей показник занадто складно. Доцільніше звернутися до структури наведеної у таблиці 1.1.

Нагадаємо: ЧВА дорівнюють сумі чистого внутрішнього кредиту і чистих інших статей. Зважаючи на залишковий принцип формування чистих інших статей, увагу варто сконцентрувати на чистому внутрішньому кредиті НБУ. Він, у свою чергу, складається з чистих вимог до Уряду та чистих вимог до банків<sup>46</sup>, а це вже цілком конкретні показники. Варто зазначити, що прогноз МВФ цих значень також присутній у таблиці 5 додатку.

<sup>46</sup> Окрім наведених складових до чистого внутрішнього кредиту належать ще чисті вимоги до інших резидентів (зокрема, інших фінансових корпорацій), але через порівняно незначний обсяг вони у даному контексті можуть бути проігноровані.

Графік 3.



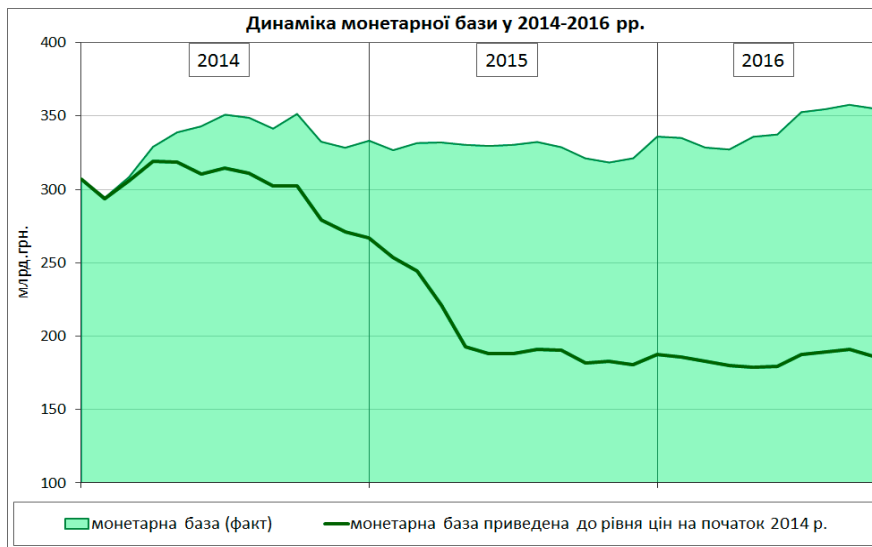
Як видно з графіка 3, обсяг чистого внутрішнього кредиту НБУ, після відносної стабільності у 2016-2017 рр., різко скорочується у 2018 р. Чисті вимоги до Уряду стабільно зменшуються протягом 2017-2020 рр., що пов'язано з погашенням Мінфіном боргу за ОВДП. Зменшення чистих вимог до банків (аж до від'ємного значення у 2018 р.) відображає скорочення залишків за кредитами рефінансування та збільшення залишків за депозитними сертифікатами НБУ. Логіка збільшення залишків рефінансування у 2019-2020 рр. невідома.

Варто зазначити, що усі зазначені показники кореспондуються з конкретними інструментами НБУ з управління ліквідністю банківської системи. Навіть не заглиблюючись у конкретні цифри, нескладно дійти висновку, що програма співпраці з МВФ позбавляє НБУ незалежності у використанні важливих інструментів монетарної політики (купівля ОВДП на вторинному ринку, рефінансування банків). У повному розпорядженні, фактично, залишаються тільки депозитні сертифікати.

Проте, це, здається, не бентежить НБУ. У п. 7 Меморандуму НБУ звітує про те, що цільові показники за ЧВА на вересень та грудень 2015 р., а також індикативні цілі на I півріччя 2016 р. були впевнено виконані. У таблиці 2а (додаток до Меморандуму) видно, що це означає у конкретних цифрах: зокрема, за ліміту приросту ЧВА на 81,7 млрд. грн., фактично вони збільшились лише на 11,9 млрд. грн. Тобто, якби ліміт на приріст ЧВА у 2015 р. був використаний максимально, то у поєднанні з фактичним приростом ЧМР (-576 млн. дол.) це забезпечило б приріст монетарної бази на 21,8% (а не на 0,8%, як це відбулося насправді).

Ще однією ілюстрацією цієї «впевненості» виконання (в оригіналі – comfortably) може бути динаміка монетарної бази упродовж останніх років з поправкою на зміну рівня цін. У такому представленні картина виглядає ще переконливіше.

*Графік 4.*



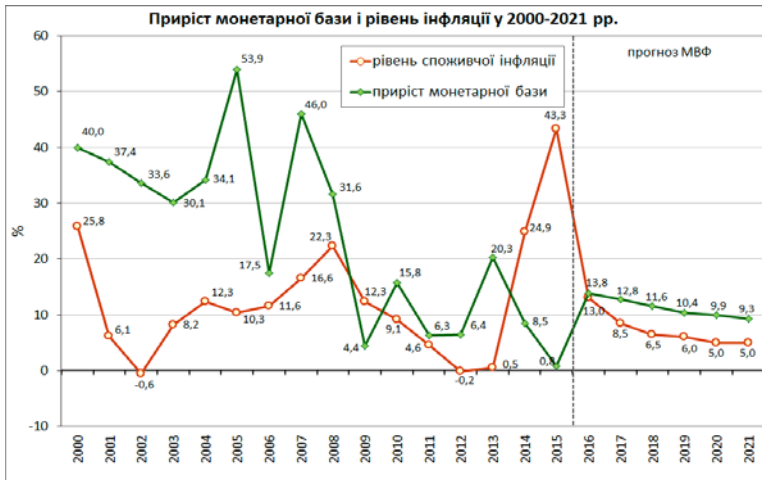
Отже, можна зробити висновок, що вимоги МВФ стосовно накопичення ЧМР та обмеження ЧВА є достатньо болісними з точки зору економічної та, зокрема, монетарної незалежності. Проте, як зазначалося на початку, в них немає нічого нового.

Водночас, принциповою новизною останнього Меморандуму є включення до переліку індикативних цілей показника інфляції (12% +/- 3 п. п.). Це зроблено з метою (як написано у п. 6 Меморандуму) відображення розвитку монетарної політики у напрямі таргетування інфляції та рішучості намірів (Правління НБУ) досягнути цінової стабільності.

Як наслідок, п. 7 Меморандуму починається з декларації того, що монетарна політика НБУ залишатиметься достатньо жорсткою. А закінчується – констатацією того, що облікова ставка залишатиметься додатною у реальному вимірі. А облікова ставка наразі відповідає ставці за 14-денними депозитними сертифікатами.

Саме зі зниженням темпів інфляції, вірогідно, пов'язане прогнозоване уповільнення темпів приросту монетарної бази до 2021 р.

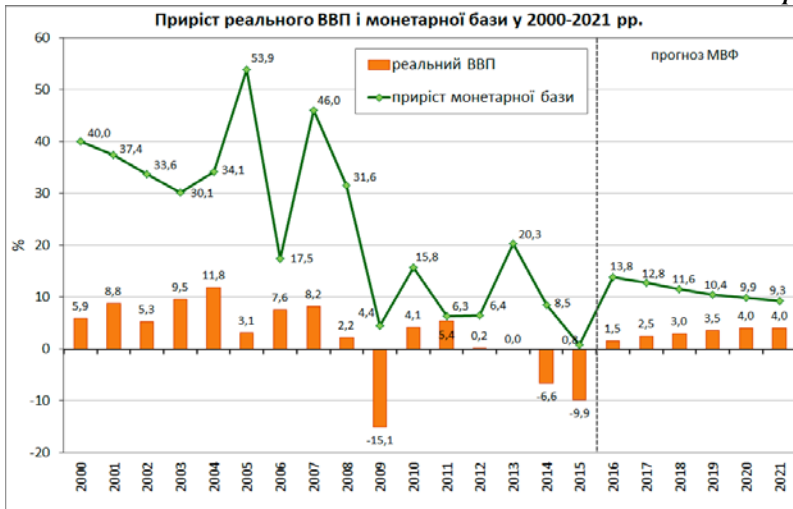
Графік 5.



Це виглядає трохи дивним, оскільки до цього часу (як видно на графіку 5) стійкої кореляції між темпами монетарної бази та інфляції не спостерігалось.

Ще складніше побачити логіку в уповільненні темпів приросту монетарної бази на тлі прогнозованого прискорення темпів економічного зростання.

Графік 6.



Підсумовуючи слід констатувати, що програма співпраці з МВФ (у частині монетарної політики) не має, практично, нічого спільного з вирішенням насущних проблем. В ній немає ні слова про стимулювання економічного зростання, підвищення попиту, розвиток внутрішнього ринку, індустріалізацію, імпортозаміщення... Тобто, нічого з того, що могло б вивести українську економіку зі стану депресії на траєкторію стабільного розвитку. Натомість, є жорсткий контроль за випуском грошей і таргетування інфляції у найвульгарнішій формі.

Зовнішнє управління – ганебне за визначенням. Проте, якщо навіть абстрагуватися від цього очевидного факту, треба визнати, що програма співпраці з МВФ є програмою стагнації, закріплення за Україною статусу сировинного придатку.



## РІШЕННЯ

## Громадська колегія Ради Національного банку України

\_\_\_\_\_ 20 \_\_\_\_ року м. Київ

№ \_\_\_\_\_

22 лютого 17 17

4

Відповідно до статті 100 Конституції України та статті 9 Закону України «Про Національний банк України» (далі – Закон) Основні засади грошово-кредитної політики розробляє Рада Національного банку України (далі – Рада Національного банку). З огляду на тривалу відсутність Ради Національного банку, Основні засади грошово-кредитної політики на 2016 рік не було розроблено, що унеможливило оцінку діяльності Правління Національного банку України (далі – Правління Національного банку) щодо їх виконання. Водночас, постановою Правління Національного банку від 18.08.2015 р. № 541 були затверджені Пропозиції стосовно розроблення Основних засад грошово-кредитної політики на 2016 – 2020 роки.

Упродовж більшої частини 2016 р. Рада Національного банку не мала змоги здійснювати контроль за проведенням грошово-кредитної політики, відповідно до пункту 2 статті 9 Закону. Зважаючи на це, Громадська колегія Ради Національного банку (далі – Громадська колегія) вважає, що в умовах зазначеної колізії найбільш прийнятним варіантом здійснення оцінки діяльності Правління Національного банку у 2016 р. є оцінка впливу грошово-кредитної політики на стан соціально-економічного розвитку України, відповідно до пункту 3 статті 9 Закону. Громадська колегія також взяла до уваги те, що Правлінням Національного банку було надіслано «Звіт Правління Національного банку України щодо проведення грошово-кредитної політики у 2016 році» (далі – Звіт).

Проаналізувавши Звіт, а також в цілому діяльність Правління Національного банку у сфері грошово-кредитної політики і банківського регулювання та реальний стан економіки і соціальної сфери України у 2016 р. Громадська колегія констатує:

1. Відповідно до статті 6 Закону, при виконанні своєї основної функції Національний банк України (далі – Національний банк) має виходити із пріоритетності досягнення та підтримки цінової стабільності в державі. Стаття 1 Закону визначає цінову стабільність як збереження купівельної спроможності національної валюти шляхом підтримання у середньостроковій перспективі (від 3 до 5 років) низьких, стабільних темпів інфляції, що вимірюються індексом споживчих цін.

Протягом останніх п'яти років показник споживчої інфляції в Україні становив (у розрахунку грудень до грудня попереднього року):

2012 р. – «мінус» 0,2%;

2013 р. – 0,5%;

2014 р. – 24,9%;

2015 р. – 43,3%;

2016 р. – 12,4%.

Наведене не свідчить про досягнення та підтримання цінової стабільності в державі, принаймні, протягом 2014 – 2016 років. Таким чином, попри зниження темпів інфляції у 2016 р., не можна вважати, що Національний банк виконав свою основну функцію, як це визначено статтею 6 Закону та статтею 99 Конституції України.

2. Грошово-кредитна політика та невинуватена політика т. з. очищення банківської системи призвели до відриву банківського сектору від реальної економіки та втрати довіри суспільства до Національного банку та банківської системи в цілому.

Національний банк фактично реалізовує два монетарні режими. З одного боку, декларується перехід до інфляційного таргетування, а з іншого – програма розширеного фінансування МВФ передбачає дотримання жорстких кількісних критеріїв за складовими грошової бази (мінімальний приріст чистих міжнародних резервів та максимальний приріст чистих внутрішніх активів), що фактично є таргетуванням монетарних агрегатів.

Разом з цим, задекларований режим плаваючого обмінного курсу в деяких аспектах регулювання валютного ринку є навіть жорсткішим, ніж режим «фіксованого» обмінного курсу у минулому. Це призвело до значного звуження міжбанківського валютного ринку, що створює сприятливі умови для реалізації шоків будь-якої природи. У результаті, обмінний курс протягом 2016 р. знизився з 24,00 до 27,19 грн./дол. або на 13,3%.

Зниження темпів інфляції у 2016 р. до 12,4% було досягнуте шляхом охолодження попиту через високі процентні ставки. Тоді як споживча інфляція у 2016 р. була зумовлена переважно адміністративними чинниками. Зокрема, тарифи на житлово-комунальні послуги за рік зросли на 47,2%, ціни на алкогольні напої і тютюнові вироби (через підвищення акцизів) – на 22,5%.

Протягом 2016 р. загальний обсяг залишків за кредитами в економіку зріс лише на 1,7%. Збільшення обсягу гривневих кредитів на 16,4% значною мірою бу-

ло пов'язано з конвертацією кредитів в іноземній валюті у національну (залишки за кредитами в іноземній валюті у доларовому еквіваленті скоротилися на 20,5%).

Водночас, значні обсяги ліквідності вилучалися з банківської системи. За 2016 р. загальний обсяг розміщення депозитних сертифікатів Національного банку перевищив показник 2015 р. та впритул наблизився до 3 трлн. грн., що значно перевищує розмір номінального ВВП. Щоденні залишки мобілізованих коштів протягом року у середньому становили 55 млрд. гривень.

Зазначені процеси обумовлені підтриманням процентних ставок Національного банку на високому рівні. Попри зниження облікової ставки (котра з кінця квітня 2016 р. дорівнює ставці за депозитними сертифікатами на 14 днів) протягом року з 22% до 14%, її номінальний рівень перевищує інфляцію та є близьким до ставок за новими гривневими кредитами, наданими у корпоративний сектор. Більше того, у жовтні та листопаді середньомісячні ставки за такими кредитами (13,6% та 13,1% відповідно) були навіть нижчими, ніж облікова ставка.

Така процентна політика Національного банку зумовила також підтримання на високому рівні доходності ОВДП на первинному ринку (14,9% у середньому за 2016 р.). Це призвело до значного нарощування банками портфеля державних облігацій: протягом 2016 р. залишки ОВДП у власності банків зросли утричі – з 81,6 млрд. грн. до 255,5 млрд. грн. (з урахуванням облігацій, випущених для капіталізації «Приватбанку»). Таким чином, відбувається блокування ресурсів у банківській системі (вкладення в ОВДП та депозитні сертифікати Національного банку) без адекватного збільшення кредитного портфеля банків.

Низька кредитна активність є одним з основних чинників продовження рецесії в економіці. За оцінками Національного банку приріст реального ВВП у 2016 р. становив 2,2%, що на тлі низької бази порівняння (протягом 2014 – 2015 років реальний ВВП скоротився на 15,8%) може бути оцінено як ознака стагнації. Приріст промислового виробництва у 2016 р. становив лише 2,4%, тоді як за два попередніх роки відбулося його скорочення на 21,8%. Обороти роздрібної торгівлі у 2016 р. зріс на 4%, при скороченні на 28% за підсумками 2014 – 2015 років.

Внаслідок повільного відновлення промислового виробництва (у т. ч. через низьку кредитну активність та фактичну відсутність структурних реформ) обсяги експорту у 2016 р. продовжили скорочуватись (на 4,1%), тоді як імпорту, після трьох років скорочення, у 2016 р. відновив зростання (на 3,9%). Як наслідок, дефіцит поточного рахунку платіжного балансу зріс з 189 млн. дол. у 2015 р. до 3,4 млрд. дол. у 2016 р. Таким чином, можна зробити висновок, що шанс на істотне імпортозаміщення внаслідок значного знецінення гривні у 2014 – 2015 роках було втрачено.

3. Діяльність Правління Національного банку щодо т. з. очищення банківської системи спричинила кризу, яка проявилася, зокрема, у ліквідації великої кількості банків з українським капіталом (протягом 2014 – 2016 років з ринку виведено 87 банків, у т.ч. за 2016 р. – 21), втраті значної частини активів банківської

системи, заощаджень населення та коштів суб'єктів господарювання, зниженні кредитної активності, зменшенні грошового мультиплікатора, збільшенні боргового навантаження на бюджет та втраті довіри суспільства до банківської системи.

Відбулося значне зростання рівня концентрації у банківській системі (частка 20-ти найбільших банків у чистих активах за 2016 р. збільшилась на 3 п. п. до 90%) та різке збільшення частки банків, що знаходяться у державній власності (після переходу «Приватбанку» у державну власність частка державних банків у чистих активах системи збільшилась до 51,3% (з 28,1% на початок 2016 р.), за депозитами населення – майже утричі, до 59,5%).

Для капіталізації банків, що знаходяться у державній власності, за 2014 – 2016 роки було випущено ОВДП на 141,7 млрд. грн., у т.ч. за 2016 р. – на 121,3 млрд. грн. Для фінансування Фонду гарантування вкладів фізичних осіб за три роки випущено ОВДП на 59,6 млрд. грн., з них у 2016 р. – 7,9 млрд. грн. Фонд гарантування вкладів фізичних осіб станом на 01.01.2017 р. виплатив вкладникам неплатоспроможних банків близько 81 млрд. грн., у т.ч. за 2016 р. – майже 15 млрд. гривень.

4. Враховуючи викладене у пунктах 1 – 3 Громадська колегія пропонує Раді Національного банку визнати, що грошово-кредитна політика у 2016 р. мала негативний вплив на стан соціально-економічного розвитку України, а діяльність Правління Національного банку у сфері банківського регулювання і нагляду мала негативний вплив на стан банківської системи.

Голова Громадської колегії  
Ради Національного банку України С. М. Аржевітін

ДЕРЖАВНА СЛУЖБА  
ІНТЕЛЕКТУАЛЬНОЇ  
ВЛАСНОСТІ УКРАЇНИ  
Україна, 03680, МСП, м. Київ-35,  
вул. Урицького, 45  
Тел. (044) 494-06-06  
Факс (044) 494-06-67  
E-mail: ro51@51pz.gov.ua



8ТАТЕ ШТЕЕЕЕЕСТПАЬ  
РКОРЕКТУ 8ЕКУІСЕ  
ОЕ ЦККАШЕ  
Цкгаіне, 03680, М8Р, Куіу-35,  
45, ІЛгуїзкодозіг.  
Теї. (044) 494-06-06  
Еах (044) 494-06-67  
Е-таїл: ро51@зірз.шоу.иа

ДОДАТОК 3

## Р І Ш Е Н Н Я

### ПРО РЕЄСТРАЦІЮ АВТОРСЬКОГО ПРАВА НА ТВІР

**Державна служба інтелектуальної власності розглянула за-**

**яву** Аржевітін Станіслав Михайлович, пров. Редутний, 13, м. Київ  
(повне ім'я автора, адреса)

заявка від 04Л0.2016 № 69408

про реєстрацію авторського права на твір і прийняла рішення зареєструвати авторське  
**право на твір Науковий твір "Нова візія Ради НБУ"; Аржевітін Станіслав Михайлович**  
(вид, повна, скорочена (за наявності) назва твору, повне ім'я, псевдонім (за наявності) автора (ів))

Внесення відомостей до Державного реєстру свідоцтв про реєстрацію авторського права на твір та видача свідоцтва будуть здійснені за умови сплати збору за оформлення і видачу свідоцтва про реєстрацію авторського права на твір відповідно до п.3 постанови Кабінету Міністрів України від 27 грудня 2001 року № 1756 "Про державну реєстрацію авторського права і договорів, які стосуються права автора на твір".

Якщо протягом трьох місяців від дати одержання заявником рішення про реєстрацію авторського права на твір Державна служба не одержала документ про сплату збору за оформлення і видачу свідоцтва у розмірі та порядку, визначених законодавством, або копію документа, що підтверджує право на звільнення від сплати зазначеного збору, заявка вважається відхиленою і реєстрація авторського права та публікація відомостей про реєстрацію Державною службою не проводиться.

**В.о. Голови Державної служби  
інтелектуальної власності**



 А.А.Малиш

## ДОДАТОК И



## ДОДАТОК І

### НОВА ВІЗІЯ (МАНДАТ) РАДИ НБУ

Реформування банківської системи України, монетарної політики держави в цілому не можливо здійснювати без реформування вищого органу центрального банку - Ради НБУ і якщо у Правління НБУ сьогодні оголошена нова візія, то нова візія повинна бути і в Ради НБУ. Важливо щоб вони співпадали.

З прийняттям в червні 2015 р. законів №541 та №542 щодо розбудови інституційної спроможності НБУ з'явився реальний шанс перетворити Раду НБУ із органу , що формалізовував протягом багатьох років рішення Правління НБУ , в робочий (продуктивний) орган монетарної влади, наділений Конституцією України спеціальними повноваженнями по розробці Основних засад грошово – кредитної політики з правом здійснення контролю за її реалізацією та аналізом впливу на стан соціально – економічного розвитку України. Це право закріплено в 30 - ти окремих пунктах закону .

Відтепер на Раду НБУ покладена ще одну додаткову функцію - це здійснення нагляду за системою внутрішнього контролю Національного банку України. В закон введено окрему статтю (під номером 13 прим.) «Аудиторський комітет», діяльність якого віднесено виключно до компетенції Рада НБУ. Головним призначенням цього комітету є оцінка надійності та результативності системи внутрішнього контролю в Національному банку, повнота та достовірність річної фінансової звітності. До складу Аудиторського комітету, крім членів Ради Національного банку, можуть входити незалежні експерти. Паралельно Рада НБУ здійснює нагляд за діяльністю підрозділу внутрішнього аудиту НБУ.

Ще одна законодавча новація. Новопризначені члени Ради НБУ за виконання своїх функцій будуть отримувати грошову винагороду. Розмір щорічної винагороди члена Ради НБУ , очевидно, буде високим, бо закон дозволяє його прирівняти до чотирикратного розміру річної заробітної плати члена Правління Національного банку України. А це вже нова , не лише моральна ( на громадських засадах) відповідальність, а відтепер й матеріально-адміністративна відповідальність перед суспільством за державницьке виконання ( або не виконання) 100 статті Конституції України, відповідно до якої саме Радою НБУ розробляються і контролюються Основні засади ГКП.

Чи може хтось пригадати випадки покарань членів Ради НБУ або членів Правління НБУ за невиконання Основних засад ГКП? А відповідати є за що. Для прикладу, чого варті такі рішення без відповідної оцінки коли Основними засадами ГКП на 2014 р. рівень інфляції оголошувався в межах..... %, фактична інфляція складала....%, приріст грошової маси (М3) планувався до збільшення на 28 %, Правління НБУ цей показник виконало лише на 8,5 %,. Аналогічно в 2015 р. : план по інфляції - 9%, фактичний рівень - 43%, приріст грошової маси – план + 27 %, фак-

тична монетизація склала - .....% Інший, вже міжнародний, приклад. Листом про наміри щодо розширеного фінансування, направленим МВФ рік тому (у липні 2015 р.) керівництво нашої держави запевняло, що рівень інфляції в червні 2016 р. буде на рівні 15-20 % у річному вимірі, фактично за ..... місяць цього року ми маємо.....% в річному вимірі. Якщо до цих тенденцій додати проголошену на 2016 р. Правлінням НБУ (без відповідного рішення Ради НБУ) політику «дорогих грошей», можна очікувати остаточне розірвання зв'язків банків з реальною економікою, спричинення ще більшої платіжної кризи, поглиблення масового банкрутства підприємств і особливо слабо розвинутого малого і середнього бізнесу.

На справді це не лише факти про не виконання ключових показників по оголошеній інфляції чи монетизації, це факти, позбавлення грошових ресурсів економіки що, з одного боку, поглиблює кризу, а з іншого, маємо 3-х кратне знецінення національної валюти і в такій же пропорції зuboжіння українців. Очевидно за такі прорахунки в монетарній політиці потрібно розпочинати комусь нести відповідальність перед суспільством.

Враховуючи, що члени Ради будуть отримувати грошову винагороду за свою роботу, а також затверджують Порядок оплати праці Голові НБУ і членів Правління, очевидно було б доцільно встановити прямий зв'язок між правильністю обрання та виконання ними Основних засад ГКП і матеріальною винагородою обидвох керівних органів НБУ.

З цього можна зробити наступний висновок. Проблема забезпечення економіки України грошима для економічного зростання, висока частка іноземної валюти в грошовій масі, колосальний розмір готівкової валюти поза банками (по діючому курсу – в 2 рази більше офіційної грошової маси), урядові зобов'язання у портфелі НБУ, які давно перевищують показник всієї грошової бази, повинні стати окремим предметом дослідження прорахунків у монетарній та фінансовій сфері на державному рівні за участю експертного середовища.

Повернемось знову до банківського законодавства і відповідні мандати для громадськості.

В законі «Про Національний банк України» є цілий окремий розділ присвячений грошово – кредитній політиці. А це свідчить про те, що у формуванні Основних засад повинна приймати участь і громадськість. Чи пригадуємо випадки коли в науковому середовищі передували дискусії щодо правильності обрання центральним банком основних економічних засобів та монетарних методів грошово – кредитної політики через інструменти процентної політики, операцій з цінними паперами, рефінансування банків, регулювання імпорту та експорту капіталу, звуження або збільшення грошової маси в економіці тощо? Чи були випадки коли експертне середовище дізнавалось про результати обов'язкового щоквартального аналізу Радою НБУ щодо стану проведення ГКП та її впливу на стан соціально – економічного розвитку України? Звісно, що не було і жодного разу професійного за участю громадськості щорічного обговорення результатів виконання в цілому

Основних засад ГКП. Наступна норма закону. За діючим законодавством наявність ознак нестійкого фінансового стану банківської системи, а також обставин, що загрожують стабільності банківської та/або фінансової системи країни, підтверджується відповідним рішенням Ради з фінансової стабільності. Чи долучалась до цього процесу громадськість? Відповідь – ні. Постає питання, а хто забороняв нам ці обговорення? З'ясовується – ніхто. Чи може це все відноситись до державної таємниці? З'ясовується далеко не все. На мій погляд, до сьогодні не було повноважного ініціатора цього процесу, очевидно це і повинно стати новою візією Ради НБУ, а Правління НБУ повинно це розцінювати не як втручання в його діяльність, а як спробу разом долати існуючі негаразди в нашій банківській галузі. Підвищення обізнаності та розуміння громадськістю монетарної політики НБУ переважно через сайт НБУ «Монетарна політика», щотижневі банківські «політінформації» для обраної групи банків, тематичні лекції для студентів економічних вузів не вирішує в цілому проблему відновлення довіри до регулятора монетарної влади. Найкраще це робити разом і через ось такі громадські Форуми, який ми сьогодні проводимо. Переконалий, ми підготуємо конструктивні пропозиції для нашої монетарної і фінансової влади з урахуванням українських реалій, до яких урядовці прислухаються. Це і буде найкращим проявом суспільного визнання дій державних регуляторів.

**Наступне.** Рада НБУ могла би наповнити новим змістом і трикутник: НБУ – Кабмін – Верховна Рада, звісно за підтримки Президента України, який ще не давно сам був Головою Ради НБУ, Головою банківського комітету у Верховній Раді України.

Відповідно до Стаття 52 банківського закону Національний банк та Кабінет Міністрів України проводять взаємні консультації з питань грошово-кредитної політики, розробки і здійснення загальнодержавної програми економічного та соціального розвитку країни. Тільки спільно розроблена КМУ – НБУ за участю професійних науковців різних галузей знань програма економічних реформ – є правильним шляхом до зміцнення фінансового сектору України, економічного зростання та забезпечення зайнятості населення. Очевидно не випадково голова ФРС і міністр фінансів США зустрічаються кожної п'ятниці і координують свою роботу, а Голова ЦБ Англії при незначному відхиленні по прийнятому рівню інфляції негайно надає відкритий публічний лист з поясненням причин і описом заходів які збирається здійснювати. В цих країнах не оминають і консультування з різними профільними громадськими радами та об'єднаннями.

Ще одне недостатньо реалізоване законодавче право. Відповідно до ст.14 банківського закону Національний банк інформує Верховну Раду України про затверджені Радою НБУ Основні засади грошово-кредитної політики, надає Президенту України та Верховній Раді України двічі на рік інформацію про стан грошово-кредитного ринку в державі. Я особисто будучи народним депутатом України двох скликань був свідком формальності розгляду цього процесу. Тому

сама Рада НБУ разом з профільним Комітетом Верховної Ради могла стати ініціатором широкомасштабних комітетських, а по ключових, доленосних питаннях і парламентських слухань, участю відповідних фахівців, науковців, практикуючих банкірів, банківських асоціацій, профільних громадських об'єднань.

**Підсумовуючи законодавчий блок.** Законодавство України дає широкі можливості громадськості для участі в державотворчому монетарно - фінансовому процесі. Потрібна лише ініціатива і сила волі із магічного трикутника НБУ – КМУ – ВРУ. Ініціатором цієї волі могла стати теж Рада НБУ.

**Тепер щодо поточного стану справ в керівних органах нашого центрального банку.**

Сьогодні ми маємо кризу управління Національним банком України: Рада НБУ відсутня, заступники НБУ працюють в статусі виконуючих обов'язків, кошторис адміністративних витрат на поточний рік не затверджений, Основні засади ГКП на поточний рік відсутні, річна фінансова звітність за 2015 рік не затверджена. Інший приклад неузгодженості двох гілок влади нашого центрального банку. Рада НБУ зразка 2014 -2015 рр. п'ять разів протягом цих років приймала рішення щодо невиконання Правлінням НБУ Основних засад ГКП за пунктами, які є обов'язковими для виконання Правлінням. Останній орган ігнорує рішення Ради, а сама Рада нехтуючи своїм законодавчим правом в таких випадках не звертається до Верховної Ради України та Президента України з викладенням своїх позицій. Конфлікт інтересів керівних органів центрального банку залишив країну без затвердженої монетарної політики на поточний рік і натомість в спадок від такої багаторічної дуалістичної політики залишились два протилежні за змістом проекти Стратегії монетарної політики на 2016 – 2020 роки. А яка доля чекає на Основні засади ГКП на 2016 – 2017 роки, термін якої до подання у Верховну Раду України скоро збігає, ще й досі невідома.

Ця управлінська криза останніх років не могла не перенестись на кризу монетарного і валютного регулювання, до втрати довіри до національної валюти, руйнації банківської системи, погіршення економічного життя в країні.

В результаті в країні фактично діють два монетарні режими: один де – юре, інший де – факто. МВФ в межах поточної стабілізаційної програми (Механізм розширеного фінансування – «EFF») класифікує сучасний монетарний режим в Україні по іншому ніж оголошений НБУ (про це далі), наукове експертне середовище має відмінне бачення еволюції монетарних режимів останніх років, їх сучасну класифікацію та цільове призначення.

Де – юре. НБУ з лютого 2014 р. оголосив про перехід до гнучкого офіційного курсу гривні та припинив його підтримку шляхом проведення валютних інтервенцій, здійснював широкомасштабне монетарне таргетування, з 2015 р. оголосив перехід від монетарного таргетування до інфляційного таргетування.

На відміну від цього МВФ відносить Україну до режиму «Таргетування монетарних агрегатів з перехідним валютним курсом», тобто – режимом «стабілізацій-

ного курсу». МВФ в рамках поточної стабілізаційної програми продовжує контролювати щоквартальні кількісні критерії ефективності за чистими міжнародними резервами (ЧМР) та чистими внутрішніми активами (ЧВА), які складають монетарну базу. Саме дотримання цих завдань МВФ вважає дозволить стабілізувати валютний курс та контролювати відповідний рівень інфляції. Експертне середовище в своїй більшості вважає що сучасний монетарний режим продовжує бути з еклектичною політикою НБУ – тобто «змішання та безмежне поєднання різноманітних, різнорідних і несумісних параметрів та цілей монетарної політики».

Де – факто. НБУ перейшовши до режиму ІТ, тим самим запровадив плаваючий валютний курс та здійснив перехід до активної процентної політики. Про це йдеться у Дорожній карті по ІТ. Звісно, що це більше бажане ніж дійсне. Між іншим, таку монетарну політику не затверджувала Рада НБУ. Насправді для задоволення бюджетних потреб Міністерства фінансів НБУ намагається утримати курс у домовленій зоні доцільності, а це фактично неформальна ціль по стабілізації валютного курсу гривні. Для прикладу ця домовленість у 2015 – р. була визначена на рівні 24, а 2016 р. - 27 грн./дол.. При оголошеному плаваючому валютному курсі, фактичні жорсткі валютні обмеження та поновлення практики продажу НБУ іноземної валюти, ні що інше як один із 3-х різновидів режиму фіксованого валютного курсу за класифікацією МВФ. Фактично на практиці НБУ реалізовує режим, який відповідає критерію «Таргетування монетарних агрегатів з керованим валютним курсом». І зрозуміло чому. МВФ контролює показник чистих внутрішніх активів, який визначається розміром грошової бази та міжнародних резервів. Іншими словами, зменшення обсягу валютних резервів тягне за собою необхідність адекватного скорочення обсягу базових грошей.

Щодо запровадження активної процентної політики - чергова спроба видати бажане за дійсне. Ключова процентна ставка не виконує, та і не може в таких дисбалансах виконати свого призначення.

Щодо Стратегії монетарної політики на 2016–2020 рр., яку схвалило Правління НБУ не дочекавшись розгляду аналогічної Стратегії, розробленої Радою НБУ. Останнє засідання Ради було заплановане на 3 вересня 2015 р. В порядку денному було заплановано розгляд і затвердження розробленої Радою Стратегією, але засідання зірвано через відсутність кворуму. В результаті Правління НБУ активно просуває власне бачення режиму ІТ, презентувавши суспільству «Дорожню карту НБУ з переходу до ІТ», затверджену 16 березня 2016 р. Натомість, більшість концептуальних засад із проекту Стратегії монетарної політики НБУ на 2015 – 2018 рр., що розробила Рада НБУ, лягли в основу розробки Стратегії розвитку банківської системи України на 2016–2020 рр., яку сьогодні ми обговорюємо.

Повертаючись до головного тяготіння Правління НБУ – інфляційного таргетування. В Дорожній карті стверджується, що найближчим часом режим ІТ буде формалізовано новоствореною Радою НБУ, далі - НБУ буде наполегливо добиватись у МВФ зміни умов програми співпраці – тобто включення показника інфляції

як одного із параметрів стабілізаційної програми (EFF). Постає питання : чи в змозі виконати Україна додаткове обтяження, коли ми не в змозі виконувати й існуючі за Програмою зобов'язання?

Деякі приклади із статистики МВФ. За класифікацією МВФ режиму ІТ дотримуються 36 країн його членів, або 18 % їх загальної кількості. У 2015 р. серед країн – членів МВФ 45,5% застосовували курсову прив'язку, 13 % - таргетувати монетарні агрегати, 22,5% дотримувались інших (змішаних) монетарних режимів. Для прикладу, низка країн , що проголосили прихильність до режиму ІТ (Чехія, Вірменія, Домініканська Республіка) переслідують інфляційну ціль одночасно з ціллю по валютному курсу, фіксуючи його рівень, або стелю укріплення. Банк Англії використовую режим ІТ в прив'язці відсоткової ставки не лише до показника інфляції , але також і до рівня безробіття.

В експертному середовищі постає питання яку ж модифікацію режиму ІТ прагне обрати НБУ. Оголошена ціль не лише по інфляції ( одно знаковий рівень інфляції), а й по нарощуванні міжнародних резервів ( особливо остання є незвична для режиму ІТ) викликає пояснення – що є причиною її появи : «легалізація» накопичення зовнішнього боргу НБУ, приховане таргетування монетарних агрегатів, намагання досягти керованого валютного курсу, чи усе разом? Саме такі запитання перед НБУ поставив Державний інститут економіки та прогнозування, а професор кафедри банківської справи КНЕУ М. Савлук вважає що Дорожня карта розроблена на помилковій методологічній основі . Карта стосується лише заходів, які НБУ планує проводити виключно в монетарній сфері, і зовсім не передбачає будь – яких змін у сфері реальної економіки, зокрема структурного реформування, без якого цінова стабілізація в довгостроковому періоді не можлива. Економічне зростання навіть не згадується, ні як стратегічна ціль монетарної політики, ні як передумова успішного режиму ІТ. В багатьох банківських науковців КНЕУ ім..Гетьмана викликає подив навіщо розробники Дорожньої карти так довільно фальсифікують еволюцію умов для вибору монетарних режимів та їх параметрів. Відповідь знаходять у намірах виправдати деструкційну грошово – кредитну політику і надмірну поспішність з переходом до режиму ІТ. Між іншим , на кафедрі банківської справи, яку я очолюю в КНЕУ, в цьому році для докторів філософії ( по старому кандидатів наук) вперше в Україні буде читатись нова дисципліна «Монетарна економіка». Професор кафедри банківської справи Київського національного університету імені Тараса Шевченка С.В. Науменкова вважає, що практика «процентного коридору» на яку орієнтується НБУ, враховуючи досвід ЕЦБ, у вітчизняних реаліях є хибною, що призведе до порушення механізмів фінансового посередництва в цілому. Неприпустимим на її думку є прагнення використання депозитних сертифікатів НБУ як інструмента ринку капіталів ( тобто торгівлею ними на фондовій біржі).Важко не погодитись з її висновком , що фактичне курсоутворення потрібно назвати своїм іменем «режимом жорсткого керованого плавання» , а риторику керівництва НБУ «очищення банківської системи» замінити

щонайменше на «консолідацію банківської системи». Такі самі думки висловлюють і інші члени Науково – експертної колегії Громадської ради при НБУ - відомі професори українського банківництва - Дзюблюк О.В., Корнеев В.В., Савченко О.В., Шульга Н.П., Кузнецова Л.В., Смовженко Т.С., Геець В.М., Бодров В.Г., Бошицький Ю.Л., Колодізев О.М., Реверчук С.К.

Так само як і Комплексна програма розвитку фінансового сектору України до 2020 р. не отримала підтримку в експертному середовищі, таку долю, очевидно, очікує і Дорожня карта НБУ з інфляційного таргетування. Звісно, при умові, якщо так і надалі безапеляційно буде її реалізовувати регулятор. Але давайте не забувати про наслідки таких невиражених і амбіційних рішень.

Крім двох монетарних політик, управлінська криза в керівних органах центрального банку, про яку сказано раніше, призвело і до цілого ряду неузгодженостей та суперечностей. Серед них:

- Спроби поєднати різні цілі: незалежної монетарної політики; плаваючо - фіксованого валютного курсу; нарощування валютних резервів. В науці це явище називають «теорема про трикутник неможливостей», тобто неможливості досягнути одночасно трьох цілей. Цьому свідчать рівень і неузгодженість між найвагомішими макроекономічними індикаторами – інфляцією, процентною ставкою, обмінним курсом. \
- Обрання валютної політики через плаваючий валютний курс для нашої малої відкритої економіки поставлено країну в повну залежність від зовнішніх шоків на межу катастрофічності.
- Оголошуючи перехід від режиму монетарного таргетування до режиму інфляційного таргетування однією із причин такого рішення НБУ вважає подолання фіскального домінування. А насправді це відкладена велика небезпека для державних фінансів. Сьогодні ми маємо наповнення бюджетів всіх рівнів в більшості через високу інфляцію. Але цей сеньйораж зникне після різкого пониження рівня інфляції, бюджетні дефіцити оголяться, а фіскальне домінування знову призведе до повномасштабної кризи державних фінансів.
- НБУ публічно продовжує оголошувати про відмову від традиційної політики курсової підтримки гривні, тобто валютна динаміка національної валюти перестає бути серед пріоритетів монетарної політики, а наголос робиться на приборкання інфляції. Таке рішення ще й досі шокує багатьох українських фахівців з макроекономіки, а для підприємців і громадян це продовжує спричиняти нову хвилю відмови від гривні на користь долара, подальше розкручування інфляції, створення спекулятивного валютного ринку. Між іншим, раніше на такі таргетуючі інфляційні граблі наступила і Росія. Не взято також до уваги і досвід інших країн, які спочатку пройшли через таргетування обмінного курсу ( режиму жорсткої прив'язки до резервної валюти), далі через інституційні зміцнення

перехід до етапу валютної гнучкості ( використовуючи систему курсових коридорів). Україна 25 років перебуває в статусі країни з перехідною економікою ( від адміністративно – командної до ринкової), то й переймати потрібно успішний досвід європейських країн колишнього соц. табору та колишніх радянських республік.

- Монетарна політика країни сьогодні поставлена в повну залежність від іноземних запозичень.

Перелік дефектів невиваженої монетарної політики можна продовжувати

**ВИСНОВКИ:** Об'єднання інтелектуальних та організаційних зусиль НБУ, Уряду, Президента України , наукової громадськості для розробки нової Стратегії монетарної політики на середньострокову і довгострокову перспективу, розробку перехідних (наголошую – перехідних) Основних засад грошово – кредитної політики 2016–2017 рр. на підставі пропозицій всіх вище перерахованих суб'єктів цього процесу. Це і є, між іншим, реалізація конституційного права громадян в управлінні державними справами під час формування та реалізації державної політики у монетарній сфері України.

Наступним кроком повинно стати публічний і прозорий контроль за проведенням грошово – кредитної політики, аналіз її впливу на стан соціально – економічного розвитку України. Це і стане проявом самої досконалої форми реалізації комунікаційної політики НБУ перед громадськістю, для МВФ додатковий сигнал для відновлення програми по співпраці, для економіки – реальна спроба здійснення структурних реформ через нову економічну політику Уряду, а сприяти її реалізації повинна монетарна політика НБУ. Це можливо реалізувати лише в результаті коли буде відпрацьовано єдине бачення у Ради НБУ та Правління НБУ грошово – кредитної і валютної політики, єдиної Стратегії розвитку монетарної політики на довгострокову перспективу в повній інтеграції з економічною державною стратегією. І це можливо за одної умови.

Рада НБУ повинна виступити з ініціативою про отримання від суспільства нового мандату для основної конституційної функції центрального банку країни - це забезпечення економічного зростання в країні, зайнятість населення, підтримка цінової стабільності.

## ***Інформаційно-аналітичне видання***

**АРЖЕВІТІН Станіслав Михайлович**  
**ЗАБОЛОТНА Наталія Григорівна**  
**ЦИГАНОВА Надія Вікторівна**  
**УНКОВСЬКА Тетяна Євгенівна**  
**ДЖУС Михайло Олегович**  
**ОСТАПИШИН Тетяна Петрівна**  
**БАРІДА Надія Петрівна**  
**ЧЕРШНЕВ Юрій Вікторович**  
**КОПТЮХ Олена Григорівна**  
**СИТНИК Олександр Васильович**

# **ІНФОРМАЦІЙНО-АНАЛІТИЧНІ МАТЕРІАЛИ**

## **ЩОДО ФОРМУВАННЯ ОСНОВНИХ ЗАСАД ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ НА 2017 РІК І СЕРЕДНЬОСТРОКОВУ ПЕРСПЕКТИВУ**

### **Збірник**

*для здобувачів вищої освіти  
за спеціальністю  
«Фінанси, банківська справа  
та страхування»*

---

*До 150-річчя з дня народження  
М. В. Довнар-Запольського*

---

В авторській редакції  
Художник обкладинки *С. Мироненко*  
Коректор *І. Савлук*  
Верстка *О. Федосенко*

Підп. до друку 01.06.2017. Формат 60х84/16. Папір офсет. № 1.  
Гарнітура Тип Таймс. Друк офсетний. Ум.-друк. арк. 12,31.  
Обл.-вид. арк. 14,02. Наклад 100 пр. Зам. 17-5340.

Державний вищий навчальний заклад  
«Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана»  
03680, м. Київ, проспект Перемоги, 54/1

Свідоцтво про внесення до Державного реєстру  
суб'єктів видавничої справи (серія ДК, № 235 від 07.11.2000)

Тел./факс (044) 537-61-41; тел. (044) 537-61-44  
E-mail: [publish@kneu.kiev.ua](mailto:publish@kneu.kiev.ua)

*Для нотаток*

*Для нотаток*

*Для нотаток*

*Для нотаток*

*Для нотаток*

*Для нотаток*