



УДК: 330.35: 336.7: 339.74

Шумська С.С., канд. екон. наук

провідний науковий співробітник Інституту економіки
та прогнозування НАН України

МОНЕТАРНА ПОЛІТИКА ТА ВІДНОВЛЕННЯ ЕКОНОМІЧНОГО ЗРОСТАННЯ В УКРАЇНІ

Розглянуто міжнародний досвід та методи центральних банків, що сприяли економічному розвитку своїх країн. Проведено аналіз принципів і результатів поточної грошово-кредитної політики Національного банку України у контексті можливостей монетарної підтримки відновлення економічного зростання. Показано, що особливості реалізації сучасної монетарної політики в Україні і, зокрема, якісної зміни природи емісії гривні призвели до зменшення реальних грошей в економіці, уповільнення кредитування клієнтів, зниження довіри та зростання інфляційних очікувань. Для аналізу стабілізаційної функції монетарної політики здійснено оцінку потенційного ВВП (trend 1993–2014), отриманого за допомогою фільтра Ходріка – Прескота шляхом виділення трендової та циклічної компонент. Для оцінки впливу змін реальної грошової маси на темпи реального ВВП проведено модельні розрахунки, які на основі коефіцієнта еластичності дали змогу отримати прогнозні оцінки ВВП у 2015 р. Обґрунтовано необхідність коригування поточної політики та виділено напрями змін, які в рамках впровадження інфляційного таргетування не прискорять тимчасово цінову динаміку, а сприятимуть підтримці економічного зростання.

Ключові слова: економічне зростання, монетарна політика, грошова пропозиція, інфляційне таргетування, прогноз.

JEL: E27, E42, E43, E52

Тривалий період від'ємних темпів економічної динаміки в Україні змушує сьогодні розглядати різні механізми стимулювання економічного розвитку, в тому числі аналізувати можливості активної монетарної підтримки. Перехід української економіки у стагфляційну фазу та запровадження нового монетарного режиму (інфляційного таргетування) актуалізує розгляд накопичених проблем та обґрунтування необхідних кроків для відновлення економічного зростання.

Огляд основних публікацій. Застосування після кризи провідними країнами політики радикального грошового пом'якшення, направленої на підтримку економічної активності, викликало дискусію щодо необхідності змін грошово-кредитної політики у багатьох країнах, економіка яких перебувала в рецесії. Це викликало появу досліджень щодо аналізу еволюції теорії та практики монетарної політики, перегляду ролі й функцій центральних банків, аналізу ефективності інструментарію грошово-кредитної політики [1–8]. Активна дискусія щодо фундаментальних недоліків сучасної монетарної політики особливо гостро тривала у сфері оцінки наслідків інфляційного таргетування, жорсткість методів застосування якого негативно впливала на темпи економічного зростання різних країн [9–17].

Для України, яка опинилась у пастці стагфляції, питання монетарної стратегії та ефективності заходів, які застосовує Національний банк у складний період запровадження режиму інфляційного таргетування, є надзвичайно актуальними. Дослідженням різних аспектів стратегії й тактики монетарної політики в Україні присвячено ряд публікацій, серед яких заслуговують на увагу роботи С.Буковинського, Т.Унковської, М.Джус, А.Гриценка, Т.Кричевської, О.Петрика, С.Корабліна [18–21]. Варто зазначити, що основні акценти в сучасній полеміці українських вчених поставлені на проблемах реформування банківської системи, ефективності інструментарію грошово-кредитної політики НБУ, його пріоритетів, де питання впливу на реальну

економіку стали другорядними. Пошук кроків, що сприятимуть позитивним змінам в економічній динаміці та виходу вітчизняної економіки з кризи, актуалізує питання монетарної підтримки економічного зростання.

Метою статті, з огляду на запровадження в країні режиму інфляційного таргетування, є аналіз результатів поточної монетарної політики Національного банку у контексті можливостей підтримки та стимулювання економічного розвитку України.

Основна частина. В історичній ретроспективі існує багато періодів, де центральні банки (ЦБ) різних країн виступали *«агентами економічного розвитку»*, тобто проводили політику, що сприяла економічному розвитку своєї країни [8]. Такі періоди, де ЦБ, окрім «функції макроекономічного регулювання», цілеспрямовано підтримували окремі сектори економіки (шляхом стимулювання кредитування та використання прямих інструментів грошово-кредитної політики) є у практиці як країн з розвинутою економікою, так і країн, що розвиваються.

У дослідженні, присвяченому еволюції розвитку центральних банків у світі, американський вчений Дж.Епштейн підкреслює, що «практично всі ЦБ тією чи іншою мірою були залучені у реалізацію «промислової політики» або, іншими словами, здійснювали «вибіркове таргетування» (selectivetargeting). 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)» [22]. 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» [22].

Для країн з економікою, що розвивається, політика зі стимулювання економічного розвитку і підтримки внутрішньої стабільності була більш важливою і дала сильніші ефекти, ніж у розвинених країнах, хоча для досягнення заявлених цілей центральні банки і використовували той самий арсенал інструментів [6, 7]. Так, описуючи методи, що використовували ЦБ, Е.Брімер називає такі: «надання фінансових ресурсів інститутам розвитку, таким як промислові та сільськогосподарські банки розвитку; надання кредитів банкам розвитку та купівля цінних паперів, випущених ними; купівля невеликої частки акцій банків розвитку; створення за рахунок прибутку ЦБ «фонду регулювання цінних паперів» (securities regulation fund) для формування ринку цінних паперів різних фінансових інститутів розвитку; встановлення різних відсоткових ставок з переобліку фінансових зобов'язань для стимулювання притоку капіталів у пріоритетні сектори; встановлення кількісних обмежень на придбання активів, що вважаються низько пріоритетними з точки зору цілей економічного розвитку¹; запровадження різних видів резервних вимог, у тому числі й для впливу на структуру надання кредитів²; встановлення вимог щодо попереднього депонування коштів при здійсненні імпорتنих операцій, в основному направлених на вирішення проблем платіжного балансу³» [7, 8].

¹Така практика існувала в багатьох країнах, зокрема таких, як Аргентина, Болівія, Бразилія, Колумбія, Коста-Рика, Домініканська Республіка, Еквадор, Перу, Венесуела, Ізраїль, Індія, Індонезія, Корея, Пакистан, Філіппіни, Китай, Таїланд [7, с. 786].

²Резервні вимоги використовувались в Мексиці, Аргентині, Бразилії, Чилі, Колумбії, Домініканській Республіці, Перу, Ізраїлі [7, с. 788].

³Для імпорту важливих товарів встановлювались нижчі вимоги, зокрема, в Аргентині, Бразилії, Чилі, Колумбії, Еквадорі, Індонезії, Ізраїлі, Пакистані, Парагваї, Філіппінах, Уругваї, В'єтнамі [7, с. 789].



Перед глобальною кризою 2007–2009 рр. переважна кількість банків здійснювала грошово-кредитну політику (ГКП), дотримуючись «принципів, які були елементами так званого *нового неокласичного синтезу* [1,2], що базувались на таких положеннях:

- інфляція є переважно монетарним феноменом;
- стабільність цін вигідна для економіки;
- у довгостроковому періоді не існує вибору між безробіттям та інфляцією;
- найважливішим чинником інфляції та дії механізмів трансмісії ГКП є очікування економічних агентів;
- відповідно до принципу Тейлора реальні відсоткові ставки слід підвищувати при зростанні інфляції;
- важливою проблемою при проведенні ГКП є проблема тимчасової неузгодженості;
- незалежність центрального банку підвищує ефективність ГКП;
- ключовим фактором успіху ДКП є використання «номінального якоря»;
- у діловому циклі важливу роль відіграє недосконалість фінансового ринку» [4, с. 142].

С.Дробишевський і П.Трунін зазначають, що політика провідних ЦБ перед кризою була дуже схожою – вони дотримувались перелічених вище 9 принципів ГКП і намагались стабілізувати інфляцію у довгостроковому періоді. Однак проблеми під час кризи змусили ЦБ використовувати «нестандартні заходи, чотири основні види яких – це: 1) надання ліквідних коштів банкам та іншим фінансовим інститутам у вигляді кредитування; 2) придбання державних і приватних цінних паперів з метою зниження вартості запозичень для домогосподарств; 3) кількісне пом'якшення у вигляді розширення балансу ЦБ; 4) управління очікуваннями у вигляді обіцянок ЦБ підтримувати низькі відсоткові ставки упродовж тривалого періоду часу» [4, с. 145].

Серед значної кількості публікацій після кризи, присвячених переосмисленню положень економічної теорії й практики, зокрема, у роботах щодо аналізу результатів застосування інструментів ГКП, хоча значення макроекономічної стабільності й не було поставлено під сумнів, однак експерти наголошували, що для досягнення хороших економічних результатів однієї стабільності недостатньо [3].

На сучасному етапі значного уповільнення темпів економічного зростання у більшості країн світу активно дискутується практика застосування у розвинених країнах *політики кількісного пом'якшення*, направленої на підтримку економічної активності. Незважаючи на те, що центральні банки США, Великої Британії, еврозони, Японії твердо задекларували свою автономію, орієнтацію виключно на досягнення стабільної та низької інфляції при мінімальному втручанні у роботу кредитних ринків і не визнавали за собою ролі «локомотива» зростання, в умовах повільної економічної динаміки вони знову перейшли до монетарного стимулювання [12, с.3]. Експерти наголошують, що «нетрадиційні» заходи ЦБ у розвинених країнах не входять у протиріччя з основними принципами реалізації грошової політики, не передбачають кардинального перегляду ролі ЦБ; їх використання обумовлено виключно тим, що звичайні інструменти в умовах спаду та нестійкості фінансової системи втратили свою ефективність [12, с. 7].

Перед тим, як робити висновок про необхідність/можливість застосування заходів *кількісного пом'якшення* в Україні, варто перевірити, чи існує така можливість у контексті нової стратегії грошово-кредитної політики та чи наявні передумови для монетарного стимулювання вітчизняної економіки.

Зміна монетарного режиму – перехід до інфляційного таргетування – змінює пріоритети

У Законі України «Про Національний банк України» (ст. 6) зазначено: «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*». Враховуючи те, що низька та стабільна інфляція є одним із

головних внесків у стале економічне зростання, Національний банк вважає, що *інфляційне таргетування* є найбільш сприятливим монетарним режимом для створення середовища низької та стабільної інфляції» [23, 24]. 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» [24–27].

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» [25]. ***На практиці це означатиме згорання грошової пропозиції при загрозі підвищення інфляції, що може негативно вплинути на зниження монетизації і сприятиме рецесії.***

Низька інфляція не гарантує економічного зростання, але й інфляція не є перепорою для економічного зростання

У світовій практиці є багато прикладів, коли значні зусилля з досягнення низької інфляції не зумовили збільшення випуску та ВВП, а висока інфляція не стала перешкодою для економічного зростання. Серед класичних прикладів відсутності зростання, проявів рецесії при низькій інфляції та внаслідок боротьби з інфляцією, варто згадати:

- відсутність інфляції під час Великої депресії у США, що не зумовила зростання економіки (хоча ціни й знизилися на 30%, спостерігалася дефляція);
- у США в 1979–1982 рр. унаслідок зростання відсоткових ставок (підвищення рефінансування ФРС та інших заходів Пола Волкера) інфляція знизилась із 14,6% у 1980 р. до 4% у 1983 р., але економіка впала у рецесію і значно зросло безробіття;
- у Росії в 1992–1995 рр. унаслідок боротьби з інфляцією темпи економічного зростання знизилися майже наполовину;
- під час «втрачених десятиліть» (1990-ті та 2000-ті роки) у Японії при майже нульовій інфляції темпи економічного зростання коливалися у межах 0–1%;
- у 2012–2014 рр. низька інфляція у країнах Євросоюзу не сприяла вирішенню проблем – повільної економічної динаміки, високого безробіття та державних боргів, що змусило ці держави у 2015 р. перейти до активної політики «кількісного пом'якшення» [12–16].

Окрім наведених епізодів не зовсім вдалої грошово-кредитної політики (з точки зору підтримки піднесення економіки), варто згадати приклади, коли висока інфляція не була перепорою для зростання ВВП:

- у Бразилії під час сильної інфляції у 1985–1986 рр., коли ціни зросли у 3,2 разу та 2,45 разу відповідно, приріст ВВП становив близько 8% у рік;
- у Росії в 1999–2000 рр., незважаючи на високий рівень інфляції у 84 та 37% річних економіка показала приріст ВВП на 6,4 та 10% відповідно;
- у В'єтнамі у 1989–1991 рр. у результаті проведення «шокової терапії» (лібералізації цін та курсу валюти) ціни вирости й тримались на рівні 75%, однак падіння ВВП не відбулось, а спостерігалось зростання більш ніж 7% у рік [12–16].

Отже, крім історичних епізодів, коли економіки зростали за низької інфляції та падали під час високих цін, існує також і багато підтверджених практикою випадків, коли інфляція не стояла на заваді економічному зростанню, та прикладів, коли боротьба з інфляцією не допомагала вийти з рецесії, побороти кризу. ***Успішність монетарної політики у таких випадках залежала від правильної оцінки ситуації, відсутності бездумного перенесення чужого досвіду, врахування національних особливостей і можливих ефектів.***



Монетарна підтримка – необхідність при відхиленні від потенційного ВВП (довгострокового тренду зростання)

Окрім підтримки стабільності цін і забезпечення стійкості фінансового сектора, до обов'язків ЦБ відноситься також проведення контрциклічної політики⁴. Світова практика підтверджує, що сьогодні саме монетарний вплив розглядається як головний інструмент боротьби з наслідками циклів, тому серед завдань монетарної (стабілізаційної) політики є *згладжування економічних коливань, щоб підтримати стабільне зростання без рецесії та перегріву* [12, с. 3].

На рис. 1 наведено динаміку змін реального (Y) та потенційного ВВП України у 1993 р. – першому півріччі 2015 р. Оцінку потенційного ВВП (*trend 1993–2014*) отримано за допомогою фільтра Ходріка – Прескота шляхом виділення трендової та циклічної компонент у середовищі статистичного пакета Eviews 7.0 за даними Держстату. Декомпозиція⁵ темпів економічного зростання на різні компоненти (структурну та кон'юнктурну, що переважно має циклічний характер) є стандартним/класичним підходом у світовій практиці, оскільки дає відповідь, наскільки економіка наблизилась до межі своїх виробничих можливостей і, відповідно, чи будуть ефективними різні методи стимулювання економічного зростання.

При порівняльному аналізі змін потенційного та реального ВВП на рисунку виділено ті значення реального ВВП, що лежать нижче лінії довгострокового тренду, тобто ті випадки, де не досягнуто максимально можливого випуску (що могло бути результатом дії як фундаментальних, так і кон'юнктурних чинників).

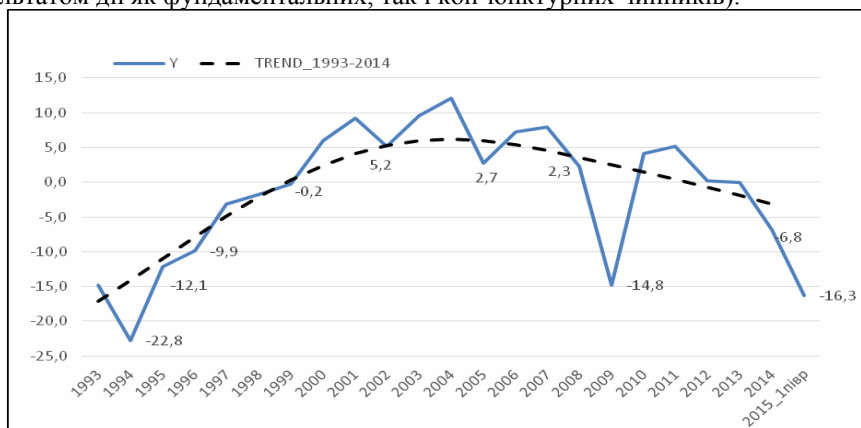


Рис. 1. Динаміка реального та потенційного ВВП України

Джерело: розраховано автором за даними Держстату.

Якщо подивитись на динаміку показників, що характеризують грошово-кредитну політику (грошової бази та мультиплікатора) під час, наприклад, двох останніх на виділеному часовому проміжку випадків, *де фактичний випуск є меншим за потенційний* – 2008–2009 рр. та 2014 р. – перше півріччя 2015 р., то можна буде сказати, що монетарна політика *не виконала своєї стабілізаційної функції*. Незважаючи на те, що були явні передумови для застосування інструментів стимулювання – еконо-

⁴Обумовленість монетарного стимулювання стадіями циклу має вирішальне значення: у міру повернення економіки до свого потенціалу стимулювання скорочується і змінюється жорсткістю, коли випуск перевищує потенційний рівень [12, с. 5].

⁵Довгостроковий тренд економічного зростання (потенційний темп зростання) визначається фундаментальними структурними параметрами економічної системи, перш за все темпами нагромадження виробничого і людського капіталів, технологічним прогресом та іншими реальними факторами. Циклічна компонента виникає як результат відхилення від тренду під дією різних макроекономічних шоків [12].

міка перебувала нижче своїх потенційних можливостей: розрив ВВП був негативний і досить значний (рис. 2), вільних незадіяних потужностей і резервів було вдосталь (табл. 1), рівень безробіття (враховуючи прихований) був високий, але монетарна політика мала жорсткий характер.

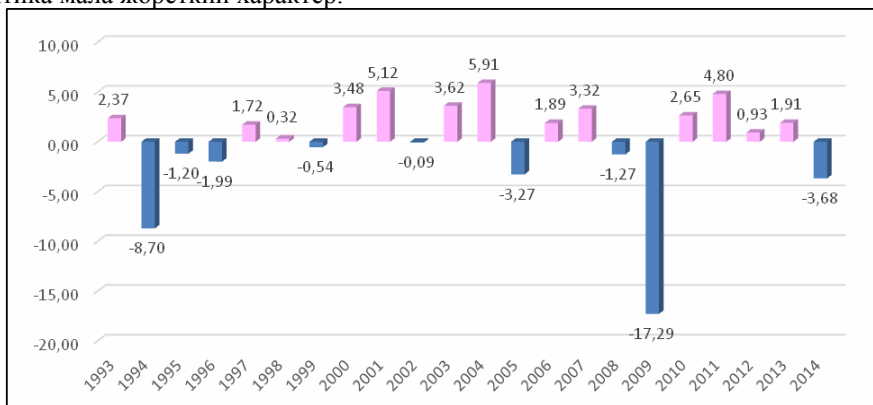


Рис. 2. Оцінка розривів випуску України у 1993–2014 рр.

Джерело: розраховано автором за даними Держстату.

Таблиця 1

Динаміка оцінок респондентів ресурсів виробничих потужностей на своїх підприємствах на момент опитування: баланс відповідей

Період	Поточна спроможність підприємств задовольнити збільшення попиту		
	залучаючи додаткові потужності	працюючи майже на повну потужність	працюючи не на повну потужність
1 кв. 2014	8,9	54,2	36,8
2 кв. 2014	8,8	51,2	40,1
3 кв. 2014	8,0	51,7	40,2
4 кв. 2014	8,4	51,2	40,4
1 кв. 2015	10,8	51,5	37,7
2 кв. 2015	16,3	49,9	33,8

Джерело: Ділові очікування підприємств України, [28].

Отже, серед можливих причин фактичної підтримки, а не зменшення «розриву» випуску (*output gap*) у 2008–2009 рр. можна назвати згортання пропозиції грошей: 1) скорочення темпів грошової бази до 31,6 та 4,4% (після 46% у 2007 р.) та 2) зменшення мультиплікатора з 2,79 (у 2007 р.) до 2,76–2,5, тобто на -1 та -9,5%, відповідно, за 2008–2009 рр. У 2014 р. та упродовж півріччя 2015 р. темпи змін грошової бази зменшились до 8,5 та -0,3% річних (після 20,3% у 2013 р.), а мультиплікатор знизився з 2,96 (у 2013 р.) до 2,91 у середині 2015 р.; облікова ставка зросла з 19,5 до 30% річних. У результаті зменшення пропозиції грошей **антиінфляційна політика НБУ сприяла уповільненню економічної динаміки (підтримала кризу).**

Передумови монетарної підтримки – негативна динаміка реальної грошової маси, недостатність фінансових ресурсів розвитку

Стійкий взаємозв'язок між кількістю грошей та економічним зростанням був описаний ще М.Фрідманом та А.Шварц у 1963 р. у книзі «Монетарна історія Сполучених Штатів, 1867–1960». За тривалий період з того часу з'явилося багато емпіричних досліджень, що перевіряли цю тезу на реальних статистичних даних, підтверджуючи чи уточнюючи основну ідею. У сучасному її трактування, що «зростання грошової маси в економіці веде до економічного зростання, а скорочення – до економічної кризи» важливим моментом, на якому варто наголосити, є те, що йдеться про **реаль-**



ні гроші. Фактично боротьба з інфляцією також сприяє зростанню економіки, але лише у тому випадку, коли це пов'язано не зі скороченням реальної грошової маси, а, навпаки, – зі зменшенням її втрат через інфляцію.

У сучасній літературі можна дедалі частіше знайти статистичні підтвердження, що не тільки скорочення реальної грошової маси призводить до кризи, але й уповільнення темпів зростання реальних грошей загрожує застоєм, падінням інвестицій. Для перевірки цієї гіпотези проведено порівняльний аналіз реальних значень показників ВВП і грошової маси М3. Як показують дані табл. 2, *періоди від'ємних значень зміни реальних грошей співпадають з кризовими періодами* у розвитку української економіки.

Таблиця 2

Динаміка реальних показників ВВП та грошової маси М3, % за рік

Роки	Зміна реального ВВП	Зміна реальної грошової маси
1996	-9,85	-25,1
1997	-3,2	15,6
1998	-1,8	13,2
1999	-0,2	14,5
2000	5,9	13,4
2001	9,2	27,3
2002	5,2	40,7
2003	9,6	39,1
2004	12,1	21,0
2005	2,7	36,0
2006	7,3	23,3
2007	7,9	34,5
2008	2,3	4,0
2009	-14,8	-18,5
2010	4,1	12,1
2011	5,4	6,2
2012	0,2	12,1
2013	0	17,9
2014	-6,8	-6,1
2015 І півр	-16,3	-30,6

Джерело: розраховано за даними НБУ, [29].

Моделні⁶ оцінки (з високим рівнем статистичної значущості) підтверджують, що *реальні гроші впливають на реальний ВВП* на всьому виділеному часовому проміжку (еластичність = 0.309). Після кризи вплив змін грошової пропозиції М3 на економічну динаміку став навіть вищим, ніж у докризовий період (еластичність 0,47 > 0,25). Якщо аналізувати весь період 1996–2014 рр., то можна сказати, що *в середньому на збільшення в 1% реальної грошової маси М3 українська економіка реагувала зростанням на 0,3% реального ВВП*.

Якщо скористатись отриманими оцінками для прогнозування ситуації, наприклад, на 2015 р., припускаючи, що характер політики НБУ не зміниться (*сценарій обмеження грошової пропозиції для зниження інфляції*) і зміну реальних грошей взяти як -30,6% річних (що є відображенням фактичного стану справ у першому півріччі поточного року), то з високою ймовірністю (*за інших рівних умов*) за результатами року в Україні слід очікувати падіння ВВП від -12,2 до -18,5%.

Важливим моментом, на який варто звернути увагу, є те, що у розрахунках врахований лише ВВП, створений «офіційною» економікою, *а її тіньовий сектор залишився поза увагою*. Однак навіть за дуже стриманими оцінками експертів Мінеконом-

⁶З цією метою побудовано економетричну модель у середовищі пакета Eviews 7.0, у результаті оцінки якої було отримано коефіцієнт еластичності впливу змін реальної грошової маси М3 на темп реального ВВП.



розвитку, «рівень тіньової економіки вже досяг 47% від обсягу офіційного ВВП (за розрахунками у I кв. 2015 р). Відомство уточнює, що «три з чотирьох методів (включаючи монетарний), з використанням яких здійснюється оцінка рівня тіньової економіки, показали збільшення рівня порівняно з I кв. 2014 р. Зокрема, метод "витрати населення – роздрібний товарообіг" зафіксував збільшення рівня тіньової економіки на 5 в. п. – до 56% ВВП; метод збитковості – на 8 в. п. до 50% ВВП; електричний метод – на 6 в.п., до 38%. Лише монетарний метод зафіксував зниження рівня тіньової економіки на 1 п.п. – до 35% ВВП» [30].

Для більш коректної оцінки необхідної кількості грошей, що потребує вся вітчизняна економіка для переходу до зростання, слід робити коригування в бік збільшення як виробленого продукту, так і грошової маси, оскільки крім гривні, що перебуває в обігу, увесь ВВП (офіційний та тіньовий) обслуговує також і значна маса іноземної готівки [31].

Необхідні зміни в інструментарії монетарної політики

Результативність стримування інфляційних процесів і, відповідно, виконання основної функції НБУ із забезпечення цінової стабільності на сучасному етапі значною мірою залежить від ефективності заходів та інструментарію грошово-кредитної політики. На етапі зміни монетарного режиму надзвичайно важливим є правильність вибору необхідних інструментів, оскільки невідповідні ситуації кроки можуть загострити протиріччя їх дії під час досягнення основної мети та інших важливих для економіки цілей.

Прикладом отримання різних результатів у досягненні цілей «низька інфляція – фінансова стабільність – економічне зростання» можуть бути наслідки «очищення» банківської системи під час кризи 2014–2015 рр. За даними В.Гонтаревої: «Ми вже очистили ринок від так званих зомбі-банків, де не було ніяких активів; прибрали з ринку банки-«мийки», які займалися відмиванням і переведенням грошей у готівку (їх вже вивели з ринку); провели діагностику і стрес-тестування найбільших банків у 2014 р, за результатами яких була проведена їх докапіталізація» [32]. Разом із тим результатом виведення 53 проблемних банків з ринку стало зменшення обсягів банківських депозитів, що знизило обсяг грошової маси і звузило ресурсну базу для банківського кредитування, активувало паніку і зняття коштів з рахунків стабільних банків, знизило довіру клієнтів до банківської системи, створило тиск на Фонд гарантування вкладів і монетизацію його фінансових проблем Національним банком, призвело до необхідності збільшення рефінансування банків, випуску ОВДП та їх купівлю НБУ для збільшення капіталізації ключових державних банків, проведення мобілізаційних операцій для зв'язування емітованої гривні, але отримана клієнтами гривнева маса лише частково повернулася у вигляді нових депозитів, найбільш імовірно створивши додатковий попит на іноземну валюту. В результаті багато зусиль щодо реалізації хорошої ідеї з підвищення стійкості банківської системи спрацювало також і на розкручування девальваційно-інфляційної спіралі.

У контексті монетарного забезпечення економічного зростання наведений приклад привертає увагу до дуже важливої особливості реалізації монетарної політики – якісної зміни природи емісії гривні. Перехід від «валютного каналу» (де гривневі кошти були емітовані шляхом купівлі НБУ іноземної валюти для поповнення резервів) до каналу «рефінансування» (емісія здійснювалась переважно шляхом купівлі НБУ державних облігацій) **змінив природу грошей**, які у першому випадку були «довгими» і потрапляли у реальний сектор (до експортерів), а тепер відірвані від виробників і вирішують проблеми фінансування бюджету і підтримки банків, мають **боргову природу**, а отже, **закладають інфляційні ризики** вже на середньострокову перспективу [18–19].

На рис. 3 показано динаміку валютних інтервенцій, де від'ємний знак сальдо означає, що продаж валюти зв'язує, забирає гривневу масу з ринку. Упродовж 2014 р.

– I кв. 2015 р. результатом застосування цього інструменту було зменшення грошової маси в обігу.

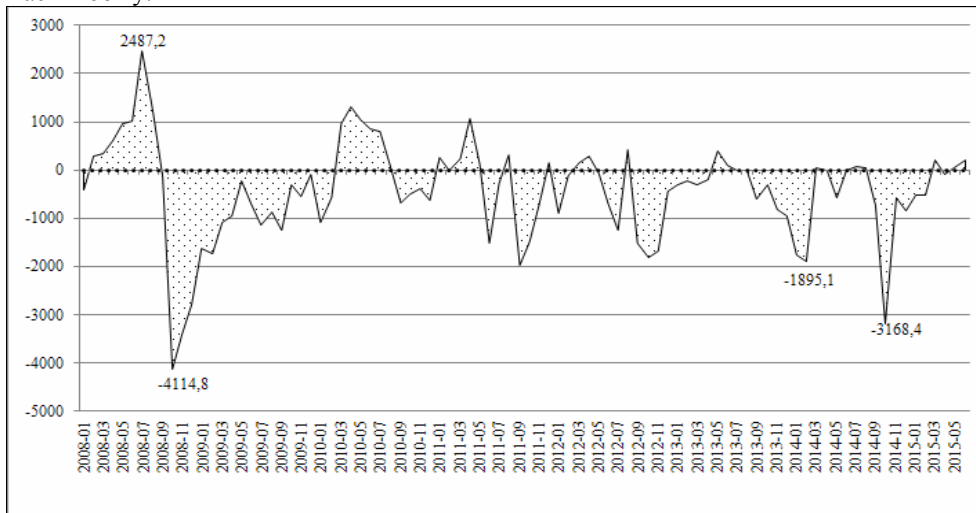


Рис. 3. Динаміка валютних інтервенцій у 2008 р. – першому півріччі 2015 р.

Джерело: складено за даними НБУ, [33].

Сучасний етап емісії гривні значною мірою базується на використанні операцій на відкритому ринку державних цінних паперів, обсяг розміщення яких упродовж 2014 року значно збільшився. Внаслідок купівлі ОВДП у 2014 р. *НБУ набув у власність державні облигації України, номінальна вартість яких становить 181,9 млрд грн і 0,09 млрд дол. США, за 8 місяців 2015 р. до Державного бюджету України було залучено 10,0 млрд грн і 0,64 млрд дол. США, це: ОВДП-ПДВ для відшкодування сум податку на додану вартість; ОВДП з метою надання кредиту Фонду гарантування вкладів фізичних осіб; ОВДП для збільшення статутного капіталу ПАТ "Ощадбанк", ПАТ "Державний експортно-імпорتنний банк України", АБ "Укргазбанк"; ОВДП для збільшення статутного капіталу НАК "Нафтогаз України")* [34].

Значні обсяги операцій з ОВДП, в результаті яких абсолютний річний приріст ОВДП, що перебувають в обігу, за сумою основного боргу у власності НБУ у 2014 р. становив 171,1 млрд грн (порівняно із 41,9 млрд грн у 2013 р. та 21,2 млрд грн у 2012 р.) свідчать, що діяльність НБУ спрямована переважно на вирішення бюджетних потреб. Продовження такої практики ставить під сумнів його незалежність і обмежує можливості впливати на обсяги та динаміку грошової пропозиції.

В умовах значного погіршення фінансового стану банківських установ НБУ значно збільшив їм *обсяги рефінансування*. Оскільки валютним каналом відбувалось переважно вилучення гривні, а операції на відкритому ринку використовувались для фінансування проблем бюджету, рефінансування було єдиним джерелом поповнення ліквідності банківських установ.

Сама інтенсивність, вибір інструментів та напрям підтримки банків викликали активні дебати фахівців. Під сумнів ставилася доцільність використання значних кредитів овернайт⁷, які могли іти на здійснення арбітражних операцій на валютному ринку⁸, та обсяги цих кредитів, надані саме проблемним банкам, які з часом підтвердили неплатоспроможність, а отже, повернення коштів опинилось під питання. За розрахунками експертів Forbs, протягом 17 місяців банківської кризи починаючи з 1

⁷Частка операцій овернайт у структурі інструментів рефінансування, за даними НБУ, за 8 місяців 2015 р. досягла **вже 65,5%**, тоді як у 2012–2013 рр. вона становила лише 28–29%.

⁸ У лютому 2015р. значні обсяги наданих кредитів овернайт, зокрема, **9 банкам у сумі 23,3 млрд грн** із наданих 30,8 млрд грн за місяць, співпали із сплеском девальвації-інфляції.

січня 2014 р. нині офіційно неплатоспроможні банки отримали 28,8% (38 млрд грн) від усього кредитного пирога НБУ. Найбільшими позичальниками були Дельта Банк (10,1 млрд грн), «Фінансова Ініціатива» (8,4), VAB Bank (5,5), Надра Банк (3,3), Брок-бізнесбанк (2) [35]. Як зазначає Р.Корнилюк, «середній обсяг кредиту банкам, у які пізніше вводилася тимчасова адміністрація, був вищим за аналогічний показник діючих фінансових установ – 169 проти 137 млн грн. При цьому розподіл обсягів кредитів серед нині діючих банків був нерівномірний – великі суми надавалися кільком системним банкам, тоді як більшість отримувала менше за середній рівень. Серед лідерів за рівнем підтримки, – Ощадбанк, Приват Банк, «Фінансова ініціатива», Укр-газбанк, Дельта Банк та VAB Банк» [35].

Незважаючи на великі обсяги емісії (через ОВДП та кредитну підтримку банків), обсяги грошової маси не зростали, а скорочувались, оскільки: а) здійснювались значні обсяги валютних інтервенцій (продажу валюти, рис. 3); б) відбувалось розширення мобілізаційних операцій з депозитними сертифікатами (рис. 4).

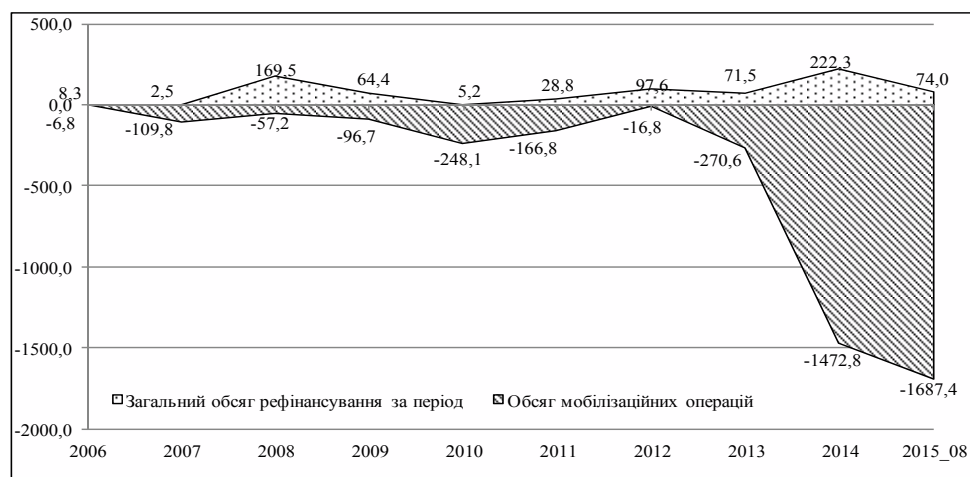


Рис. 4. Результати проведення операцій Національного банку України з регулювання ліквідності банків, млрд грн

Джерело: складено за даними НБУ, [36].

Суттєве **збільшення оборотів мобілізаційних операцій** стає зрозумілим за високих відсоткових ставок за депозитними сертифікатами порівняно зі ставками за іншими інструментами. Як наслідок, успішна (прибуткова) активність банків з депозитними сертифікатами різко **знизила мотивацію до кредитування клієнтів**. У цілому уповільнення темпів кредитування стало наслідком негативної дії чинників як пропозиції (звуження ресурсної бази, додаткових втрат банків від формування резервів під проблемні позики), так і попиту (зниження платоспроможності клієнтів, негативних очікувань). Високі ставки за кредитами не сприяли появі нових позик. В умовах прискорення темпів інфляції та девальвації НБУ підвищував облікову ставку: у 2014 р. – у квітні з 6,5 до 9,5%, липні до 12,5%, листопаді до 14%; у 2015 р. – у лютому до 19,5%, у березні до 30%, однак це не завжди⁹ спричиняло зростання ставок за активними та пасивними операціями. Тобто відсоткові ставки не були чутливими до зміни ситуації (діяли інші додаткові фактори, крім впливу регулятора), а тому й ефекти не завжди були очікуваними/необхідними.

Незважаючи на зниження облікової ставки до 27% після 30% в кінці серпня 2015 р., загалом відсоткові ставки за кредитами залишаються високими, що є стри-

⁹ Наприклад, у 2014 р. ставки за депозитами та кредитами рухались в протилежному напрямі від руху облікової ставки.



муючим чинником для активізації інвестиційної діяльності. Низьку кредитну діяльність банків у 2015 р. (табл. 3) підтверджують невисокі темпи зростання у 102,7% станом на 1 серпня, що нижче навіть 103,9% кризового 2009 р.

Таблиця 3

**Внутрішній кредит і відсоткові ставки
кредитування у 2015 р.**

Показник	01.01.2015	01.07.2015	01.08.2015*	Темп змін за 2015 рік, %
Кредити, млн грн	1 015 741	1 034 989	1 042 843	102,7
Кредити, надані юридичним особам	809 060	836 270	843 789	104,3
Кредити, надані фізичним особам	206 681	198 719	199 054	96,3
Відсоткова ставка за кредит у національній валюті (середньоміс.), % річних	16,63	22,39	21,50	4,87**
Відсоткова ставка за кредит в іноземній валюті (середньоміс.), % річних	8,39	8,28	7,91	- 0,48**
Інтегральна відсоткова ставка за кредитами, % річних	14,43	19,20	17,78	3,35**

Примітки: *оперативні дані;

** приріст, відсоткові пункти.

Джерело: дані НБУ, [34].

Серед негативних наслідків уповільнення темпів кредитування фізичних осіб – **зменшення попиту** як драйвера зростання економіки; а юридичних осіб – **зниження підтримки інвестиційного процесу**, що проявилось у скороченні обсягів і частки кредитів банків у джерелах фінансування капітальних інвестицій до 9,9% у 2014 р. та 10,2% у першій половині 2015 р. (після 17,1 та 15,3% у 2012 р. і 2013 р., відповідно). З огляду на посилення тенденції до збільшення рівня зношування основних засобів (83,5% у 2014 р.) зменшення реальних джерел фінансування інвестицій є негативним чинником, що стримує обсяги випуску діючих підприємств.

Для тих, хто починає новий бізнес, банківський кредит, за низького рівня розвитку вітчизняного фондового ринку, також (крім власного капіталу) залишається практично єдиним реальним джерелом фінансування. Якщо за кордоном для цього активно залучається венчурний капітал, то в Україні кількість венчурних фондів скорочується, а активність усього сегмента інститутів спільного інвестування є незначною (частка в обсягу торгів цінними паперами на ринку цінних паперів знизилась у 2014 р. до 10,3% порівняно з 29,6% у 2013 р.), тобто сподіватись на те, що фінансову підтримку і поштовх до відновлення та активізації реальному сектору дасть фондовий ринок, є малоімовірним.

Низька ймовірність, з огляду на уповільнення динаміки розвитку світової економіки та негативного макроекономічного середовища в Україні, **отриматизовнішні ресурси розвитку**: різке падіння прямих інвестицій до 410 млн дол. США у 2014 р. порівняно із 4,5 млрд дол. США у 2013 р. (за методологією 5-го видання "Керівництва з платіжного балансу") чи до 847 млн дол. США (за методологією 6-го видання "Керівництва з платіжного балансу"); скорочення обсягу портфельних інвестицій із 8,7 млрд дол. США у 2013 р. до відпливу у 2,7 млрд дол. США у 2014 р.

Отже, у короткостроковому періоді українські підприємства можуть розраховувати лише на власні ресурси, а банківська система, зважаючи на поганий стан клієнтів, хоча й має вільну ліквідність, кредитувати не буде¹⁰. В результаті поєднання різних

¹⁰За словами В.Гонтаревої: «банки повинні кредитувати живі і здорові працюючі бізнеси, і поки вони не очистять свої портфелі і не докапіталізуються, ніякого кредитування не буде. Коли ми дійдемо до інфляції в 11–12%, ставка рефінансування опуститься до приблизно такого ж рівня. Думаю, це буде в середині наступного року. При виконанні всіх супутніх умов ми знімемо обмеження і знизимо ставку до аналогічного рівня. І ось тоді банки, розвантажив-

інструментів регулювання ліквідності гроші не потрапляють до реального сектора економіки, що не сприяє виходу з рецесії. Однак тенденція до зниження темпів інфляції за відсутності зростання обсягів випуску і рівня зайнятості (не уповільнення падіння), навряд чи виведе економіку із стагфляції. Для того щоб досягти основної заявленої мети – *низької інфляції (при фінансовій стабільності і розвитку економіки)*, необхідні зміни в інструментарії монетарної політики при переході до гнучкого курсу та інфляційного таргетування.

Напрями змін поточної політики

Отже, необхідні зміни існуючої політики, що враховуватимуть особливості поточного моменту:

1) серед причин розкручування інфляції – не тільки монетарні фактори.

Незважаючи на жорстку монетарну політику упродовж 2014 р. – перше півріччя 2015 р., ціни демонструють зростаючу динаміку, тобто боротьба з інфляцією лише шляхом стиснення грошової маси і підвищення відсоткових ставок не є ефективною.

У період стагфляції, коли галопаюча інфляція, падіння виробництва та зростаючий рівень безробіття підтримують один одного, класичні монетарні рецепти боротьби лише поглиблюють проблеми. Для того щоб вивести економіку із стагфляційного стану, потрібно застосувати *комплекс дій*, направлених на створення системи активного оптимального управління ліквідністю банківського сектора й посилення впливу відсоткових ставок НБУ [18–19]; недопущення значної волатильності курсу за рахунок згладження коливання валютних потоків; використання заходів структурної підтримки економічного зростання, де активізація економічної динаміки може зменшити рівень безробіття і підняти рівень життя населення;

2) зміни в динаміці та характері емісії гривні.

Операції з купівлі-продажу державних цінних паперів та активне використання депозитних сертифікатів для мобілізаційних заходів, що відіграють на сьогоднішній день ключову роль у процесі емісії гривні, спрямовано переважно на вирішення проблем фінансування бюджету, а не всієї економіки.

Для виправлення ситуації для операцій на відкритому ринку слід використовувати не тільки ОВДП, а й облигації, випущеними іншими банками та інститутами розвитку для фінансування інвестиційних проектів (як це робиться розвиненими країнами) із використанням усіх інструментів нагляду й контролю, щоб заблокувати можливість нецільового використання коштів (зокрема перенаправлення їх на валютний ринок).

Грошова емісія сама по собі не може слугувати джерелом економічного зростання, але й сукупний приріст кредитних вкладень та грошової маси має обмежуватись з урахуванням ресурсних можливостей і потреб національної економіки [37];

3) підвищення ролі відсоткової політики.

В умовах існуючої системи відсоткових ставок такої інструментарій монетарної політики зменшує ефективність роботи міжбанківського ринку як механізму перерозподілу ліквідності, знижує мотивацію банків до кредитування.

Важливо внести зміни у відсоткову політику, що має базуватись «на формуванні ефективного відсоткового коридору короткострокових ставок НБУ, усередині якого перебувала б решта ставок грошового ринку: ставка рефінансування за кредитами овернайт має бути максимальною серед усіх ставок (її рівень повинен мати штрафний характер), а ставка мобілізаційних операцій НБУ за депозитами овернайт – мінімальною» [19].

У такому випадку НБУ не буде давати шанс реалізації спекулятивних операцій та девальваційного тиску на валютному ринку для банків, що отримують дешеві надкорткострові ресурси (при низьких ставках рефінансування за кредитами овернайт), а також це зменшить вартість обслуговування дорогих мобілізаційних операцій.

ишь і отримавши працюючі позики та закон про захист прав кредиторів, що завис у парламенті, і почнуть нароцувати кредитування» [32].

Для того щоб зниження ставок за депозитними сертифікатами не вплинуло на перетікання ліквідності на валютний ринок, варто розширити арсенал альтернативних інструментів.

Важливість посилення ролі відсоткових ставок в інструментарії монетарної політики визначається також їх антиінфляційним впливом на ринку депозитів, адже відволікання вільних коштів зі споживчого ринку на депозитні рахунки зменшує попит і на валютному ринку;

4) формування позитивних очікувань клієнтів (домогосподарств та юридичних осіб).

Вплив цього суб'єктивного чинника не слід недооцінювати, адже негативне сприйняття ситуації та недовіра до вітчизняної банківської системи спровокувало паніку та відплив депозитів з банківських установ під час кризи 2009–2010 рр. і стримує динаміку депозитних вкладів у 2015 р.

Як свідчать результати соціологічних опитувань, невпевненість українців у короткостроковій та середньостроковій перспективі посилює розгортання інфляційних процесів: *індекс інфляційних очікувань* населення у 2014 р. досягав високих показників – 190,4 (аналогічно кризовому 2009 р.), дещо знизившись улітку 2015 р. до 172,6 (якщо індекс перевищує 100%, то це означає, що респонденти очікують погіршення ситуації; рис. 4).

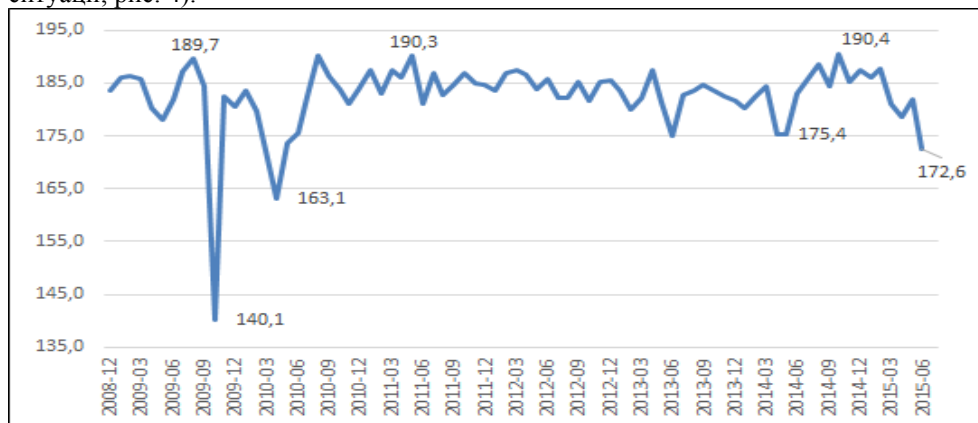


Рис. 4. Динаміка індексу інфляційних очікувань населення в Україні
(цільова група 15–59 років)

Джерело: прес-релізи GfK Ukraine, [38].

Невелике покращення продемонстрували у червні після падіння у лютому 2015 р. *індекс економічних очікувань* домогосподарств ІЕО=52,4 та *індекс споживчих настроїв* (ІСН=48,8), який у лютому 2015 р. (ІСН=41,1) був навіть нижчим, ніж під час кризи 2009 р., коли він опустився до 41,8 (індекс вищий за 100% – покращення ситуації, нижчий – погіршення) [38].

Однак *індекс ділових очікувань підприємств*, що розраховується фахівцями НБУ, вже з III кв. 2014 р. перебуває нижче позначки у 100%, чого вже давно не було після кризи 2009 р. (у II кв. 2015 р. ІДО=94,5), тобто бізнес демонструє невпевненість у найближчій перспективі [29].

Оскільки поточний період (2015–2016 рр.) є свого роду підготовкою до повноцінного впровадження інфляційного таргетування і досягнення у середньостроковому періоді низької інфляції, то вже сьогодні варто проводити активні заходи із комунікації з громадськістю, направлені на підвищення фінансової грамотності населення, пояснення рішень НБУ та влади, що забезпечуватиме формування позитивних очікувань;

5) комунікаційна політика та підвищення довіри до Національного банку.

Для ефективної реалізації політики інфляційного таргетування необхідним фактором є довіра до заходів, які реалізує центральний банк країни. На жаль, під час кризи довіра до НБУ і, відповідно, підтримка його дій була низькою.

Як свідчать результати дослідження, які періодично проводились соціологічною службою Центру Разумкова, у 2008–2009 рр. велика частина з опитаних (70–75%) не підтримувала діяльність НБУ, що не сприяло стійкості банківського сектора загалом (табл. 4). Хоча поступово довіра почала відновлюватись – у 2010–2013 рр. повну підтримку висловили у 7–8,5%, а недовіру – лише 40–43% опитаних, однак на початку 2015 р. діяльність НБУ вже не підтримували 77,3% респондентів за повної підтримки тільки 1,9%¹¹.

Таблиця 4

Результати опитування: «Чи підтримуєте Ви діяльність Національного банку України?», % опитаних

Період опитування	Повністю підтримую	Підтримую окремі заходи	Не підтримую	Важко відповісти
03 2015	1.9	10.5	77.3	10.4
03 2013	8.5	33.8	40.3	17.5
04 2010	8.1	31.4	40.9	19.5
03 2009	0.9	14.7	74.9	9.5
12 2008	1.5	13.7	72.8	12

Джерело: складено за даними Центру Разумкова за відповідні періоди: [Електронний ресурс]. – Доступний з : http://www.ucerps.org/ukr/poll.php?poll_id=406

Регулярне здійснення комунікацій з громадськістю, бізнесом, урядовими структурами через офіційні об'яви, публікації (Інфляційного звіту, Монетарного огляду та ін.), круглі столи, ознайомлення з макроекономічним прогнозом НБУ, публічне обґрунтування рішень монетарної політики дасть можливість представити офіційну позицію НБУ щодо бачення проблем і факторів розвитку банківського сектора та економіки. Така складова роботи НБУ сприятиме підвищенню довіри до нього у суспільстві [40], зменшуватиме ймовірність появи нових загроз розкручування інфляційних процесів;

б) урахування впливу курсових ризиків.

Відхід від фіксованого валютного курсу, який був «якорем» та інструментом макроекономічного балансування, на цьому етапі ще не створив нового альтернативного якоря, який триматиме рівновагу на ринках і слугуватиме орієнтиром для суб'єктів на всіх рівнях економіки. Відсутність такого якоря залишає реальними загрози для фінансової стабільності, що необхідна для прискорення економічної динаміки.

Перехід до режиму гнучкого курсу при значній відкритості української економіки та її досить високій імпортозалежності посилює ризик зростання інфляції внаслідок дії ефекту «переносу» (впливу змін курсу на інфляцію) [41]. Для нівелювання негативного впливу девальваційних шоків на розкручування інфляційних процесів (у структурі ІСЦ значна частка імпортованих товарів) монетарна влада має бути зосереджена на стабілізації валютного ринку, що матиме безпосередній вплив і на динаміку грошової пропозиції.

Значна роль волатильності курсу та шоків на валютному ринку, які можуть призвести до валютної кризи та інфляції, змусувало країни, що планували запровадження інфляційного таргетування, приділяти значну увагу цій проблемі ще на етапі підготовки. Більшість з них поступово посилювала гнучкість обмінного курсу вже після переходу до інфляційного таргетування [20]. Підстави для дуже виваженої валютної

¹¹ Дослідження проведене соціологічною службою Центру Разумкова з 6 по 12 березня 2015 р. Було опитано 2009 респондентів віком від 18 років у всіх регіонах України, за винятком Криму та окупованих територій Донецької та Луганської областей, за вибіркою, що репрезентує доросле населення України за основними соціально-демографічними показниками [39].

політики давали їм, зокрема, емпіричні дослідження ефекту «переносу» для різних країн, які підтверджували, що для країн з ринком, що формується, вплив змін курсу на динаміку цін є значно сильнішим, ніж у розвинених індустріальних (у середньому в 4 рази більшим) [42]. Крім того, практика свідчить, що більшість країн, що заявляють про плаваючий режим, насправді його не практикують [9, 42]. Беручи до уваги значну роль курсу в українській економіці, високий рівень її відкритості, значну волатильність потоків капіталу, заяви про *перехід до плаваючого режиму курсоутворення мають бути виваженими* (оскільки вислови «НБУ більше не відповідає за курс» лише посилюють нестабільність ринку), а швидкість лібералізації *базуватись на детальному аналізі ситуації та прогнозах*, що має значення для процесу формування інфляційних очікувань;

7) необхідний більш тривалий перехідний період.

Більш тривалий, а не до середини 2016 р. (за планами НБУ) перехідний період до ІТ необхідний для того, щоб забезпечити:

- стійку тенденцію дезінфляції,
- фіксацію/зниження інфляційних очікувань;
- удосконалення інструментарію грошово-кредитної політики (підвищити роль ключової ставки, перейти до дискреційних заходів);
- відрив «монетарної» функції емісії від «фіскальної» (реальна співпраця, а не залежність НБУ від Мінфіну);
- поступову лібералізацію валютного ринку і зниження волатильності курсу та потоків капіталу;
- підтримку стійкості фінансового сектора (якщо не завершення, то принаймні має бути значний прогрес у докапіталізації банків);
- ефективність трансмісійного механізму (щоб зміни ключової відсоткової ставки, валютних інтервенцій та інших дій НБУ *призводили до очікуваної* реакції фінансового та реального секторів);
- створення Держбанку реконструкції та розвитку;
- реалізувати реальні кроки щодо розвитку всіх сегментів фінансової системи (з особливою увагою на фондовий ринок, небанківські фінансові установи) та створення мегарегулятора, який би реально відповідав за стабільність/дієвість фінансового сектора.

Хороші перспективи – це добре засвоєні «уроки»

Виконання Умов програми Міжнародного валютного фонду у рамках Механізму розширеного фінансування (EFF) та інших рекомендацій МВФ є відображенням стандартних рекомендацій міжнародних фінансових організацій, в основу яких покладено «неоліберальний» підхід до політики центральних банків. Основними складовими таких рекомендацій є: 1) незалежність центрального банку; 2) пріоритет цінової стабільності (включаючи перехід до інфляційного таргетування); 3) використання непрямих інструментів ГКП (наприклад, регулювання короткострокових відсоткових ставок) і відмова від прямих інструментів регулювання (таких як встановлення «кредитних стель») [8, 11].

Однак рекомендації щодо *обмеження державних витрат, відмови від регулювання валютного курсу і використання інструментів контролю за потоками капіталу, припинення підтримки окремих секторів економіки* дуже розходяться не тільки з історичним досвідом діяльності центральних банків – як розвинених, так і країн, що розвиваються, але, головне, з їх сьогодишньою практикою [8,9]. Серед причин – прагматизм у вирішенні основних проблем розвитку країни, що базується на врахуванні національних умов та особливостей періоду.

Досвід країн, які запровадили інфляційне таргетування, свідчить про плюси та мінуси ІТ, зокрема, серед плюсів – після досягнення інфляційних цілей знизилась також і волатильність цін. Однак результати ІТ щодо ефектів на ВВП не настільки очевидні, особливо для країн, що розвиваються. Емпіричні дослідження показують, що

дезінфляція під час переходу до ІТ супроводжується зменшенням темпів зростання; а після впровадження волатильність ВВП зменшується, розрив випуску стає менш чутливим до шоків інфляції [9]. **Однозначного висновку щодо позитивного впливу ІТ на економічне зростання не зроблено** через коротку історію інфляційного таргетування (що не дає необхідної статистичної значущості). Експерти, відзначаючи позитивний вплив ІТ на ряд макроекономічних показників, усе ж заявляють, що ІТ не панацея, а наявність конфліктів між цілями (низька інфляція – фінансова стабільність – економічне зростання) дедалі сильніше формує у світі тенденцію до пошуку більш гнучкого і прагматичного режиму монетарної політики [9, 10, 42].

Пошук альтернативи дав можливість фахівцям сформулювати для країн, що розвиваються, ряд рекомендацій відносно проведення ГВП, які полягали у змінах режиму ІТ (необхідності більшої уваги монетарної влади до валютного курсу та зміни методики розрахунку індексу інфляції), та навіть при кардинальнішому перегляді діяльності центрального банку (поряд з інфляцією в список цільових показників грошово-кредитної політики пропонувалось включити показники зайнятості, валютного курсу, інвестицій) [22].

Розширення переліку «завдань» ЦБ знайшло відображення у пропозиціях експертів щодо застосування на практиці:

– у Мексиці «модифікації режиму ІТ з переорієнтацією на покращення показників зайнятості» або/та «суміщення ІТ з політикою таргетування реального валютного курсу»;

– у Бразилії «не відмови від інфляційного таргетування, а його модифікації з тим, щоб зробити грошово-кредитну політику більш націленою на прискорення темпів економічного розвитку і забезпечення стабільності у сфері державних фінансів і руху іноземного капіталу (на основі підтримки стабільного та конкурентоспроможного реального валютного курсу)»;

– у Турції «переходу від інфляційного таргетування до режиму, що допускає більш м'яку бюджетну політику (в тому числі для розширення державних інвестицій у людський капітал) і валютну політику, спрямовану на підтримку конкурентоспроможного реального валютного курсу» [22].

На 2013 р. механізм інфляційного таргетування (ІТ) використовувався у 28 країнах. Експерти виділили три основні висновки з міжнародного досвіду функціонування ІТ: 1) значна кількість країн, що застосовує ІТ, використовують також і **правила** грошово-кредитної політики (ГВП) – формули, що задають зв'язок відсоткової ставки, яка регулюється центральним банком (ЦБ) з динамікою ключових макроекономічних показників; 2) більшість правил ГВП, що використовуються ЦБ у рамках режиму ІТ, окрім врахування інфляційного тиску, обов'язково беруть до уваги **реакцію на відхилення економічного зростання від фундаментального тренду**; 3) застосування правил забезпечує оптимальне поєднання передбачуваності та гнучкості ГВП, створює механізми реальної **відповідальності** регулятора [17, 40, 43].

Автори ряду теоретичних та емпіричних робіт найбільш успішним у світовій практиці режимом ГВП вважають **гнучке інфляційне таргетування (Flexible Inflation Targeting)**, де йдеться про існування пріоритетної цілі з підтримки низького та стабільного рівня інфляції та **другої цілі** – внеску в стабільну динаміку реальної економіки (випуску та/або зайнятості). Критерієм успішності (оптимальності) тут виступає головна місія ГВП – **можливість забезпечити стійке економічне зростання у довгостроковому періоді при різних макроекономічних умовах (включаючи шоки)** [5, 44].

Слід зазначити, що перехід до гнучкого таргетування не означає зміну фінансової парадигми, бо це означатиме й зміну фінансово-економічної моделі розвитку, для якої необхідними стануть продумані кроки щодо реформування всієї фінансової системи. У перспективі гнучке таргетування вкаже напрями, де мобілізація сил та ресурсів зможе дати ефективну відповідь на нові загрози та виклики.

Для України сьогодні, в рамках уже взятих зобов'язань, при впровадженні інфляційного таргетування (і виконанні рекомендацій МВФ), розбудовуючи свою моне-

тарну політикупо-новому, необхідно не забувати про важливість поєднання стратегічних орієнтирів ІТ з довгостроковими цілями розвитку, яких без стійких темпів економічного зростання не досягнути.

Список використаних джерел

1. *Goodfriend, M., King, R.* The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy. NBER Macroeconomics Annual. – Cambridge : MIT Press, 1997. – P. 231–283.
2. *Mishkin, F.* Will Monetary Policy Become More of a Science? // Deutsche Bundesbank, Monetary Policy Over Fifty Years: Experiences and Lessons. – London : Routledge, 2009. – P. 81–107.
3. *Goodhart, C.A.E.* Lessons for Monetary Policy from the Euro-Area Crisis // Journal of Macroeconomics. – 2014. – Vol. 39. – P. 378–382.
4. *Дробышевский С.М.* Эволюция теории и практики денежно-кредитной политики в результате глобального экономического кризиса / С.М. Дробышевский, П.В. Трунин // Журнал Новой экономической ассоциации. – 2014. – №4. – С. 141–158.
5. *Gambacorta, L., Signoretti, F. M.* Should Monetary Policy Lean Against the Wind? An Analysis Based on a DSGE Model with Banking // BIS Working Papers. Monetary and Economic Department. – July 2013. – No 418.
6. *Bloomfield, Arthur I.* Some Problems of Central Banking in Underdeveloped Countries // The Journal of Finance. – 1957. – № 12(2). – P. 190–204.
7. *Brimmer, Andrew F.* Central Banking and Economic Development: The Record of Innovation // Journal of Money, Credit and Banking. – 1971. – № 3(4). – P. 780–792.
8. Central Banks as Agents of Economic Development [Електронний ресурс] // UNI-WIDER Research Paper. – May 2006. – No. 2006/54. – Доступний з : http://scholarworks.umass.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1083&context=peri_workingpapers
9. Inflation Targeting and the IMF. International Monetary Fund, 2006 [Електронний ресурс]. – Доступний з : <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2006/031606.pdf>
10. *Peterson, T.* The effects of inflation targeting on macroeconomic performance, 2004 [Електронний ресурс]. – Доступний з : http://www.suerf.org/docx/s_afdec7005cc9f14302cd0474fd0f3c96_1031_suerf.pdf
11. *Bernanke, Ben S., Thomas Laubach, Adam S. Posen and Frederic S. Mishkin.* Inflation Targeting: Lessons from the International Experience. – Princeton, N J : Princeton University Press, 1999.
12. *Горюнов Е.* Банк России на перепутье: нужно ли смягчать денежно-кредитную политику? / Е.Горюнов, П.Трунин // Вопросы экономики. – 2013. – № 6. – С. 1–16.
13. *Юдаева К.* О возможностях, целях и механизмах денежно-кредитной политики в текущей ситуации / К.Юдаева // Вопросы экономики. – 2014. – № 9. – С. 4–12.
14. *Климентьев М.* ЦБ и Василиса Премудрая или Дефляция под маской [Електронний ресурс] / М.Климентьев // Эксперт. – 2015. – Доступний з : <http://expert.ru/2015/08/10/tsb-i-vasilisa-premudraya-ili-deflyatsiya-pod-maskoj/>
15. *Полтерович В.* Трансформационный спад в России / В.Полтерович // Экономика и математические методы. – 1996. – Т. 32, вып.1. – С. 54–69.
16. *Блинов С.* Хороший пример для ЦБ [Електронний ресурс] / С. Блинов // Expert Online. – 2015. – 15 июля. – Доступний з : <http://expert.ru/2015/07/15/horoshij-primer-dlya-tsb/>
17. *Апокин А.Ю.* О фундаментальных недостатках современной денежно-кредитной политики / Апокин А.Ю., Белоусов Д.Р., Голощапова И.О., Ипатов И.Б., Солнцев О.Г. // Вопросы экономики. – 2014. – № 12. – С. 80–100.
18. *Буковинський С.* До питання оптимізації стратегії монетарної політики Національного банку України / С. Буковинський, Т. Унковська // Економічна теорія. – 2014. – № 2. – С. 70–85.
19. *Буковинський С.А., Унковська Т.Є., Джус М.О.* До питання розробки монетарної стратегії подолання стагфляційної кризи / С.А. Буковинський, Т.Є. Унковська Т.Є., М.О. Джус // Економіка України. – 2015. – № 8.
20. *Гриценко А.А.* Институт таргетирования инфляции: зарубежный опыт и перспективы заповедения в Украине : научная доповідь / Гриценко А.А., Кричевська Т.О., Петрик О.І. ; Ін-т екон.та прогнозув. – К., 2008. – 272 с.
21. *Кораблин С.* Монетарная политика: проблема целевых ориентиров [Електронний ресурс] / С. Кораблин // Зеркало недели. – 2015. – № 7. – Доступний з : <http://gazeta.zn.ua/macrolevel/monetarnaya-politika-problema-celevyh-orientirov-.html>



22. Эпштейн Д., Йеланд Э. Разработка альтернативы неолиберальному подходу к денежно-кредитной политике [Электронный ресурс] /Д. Эпштейн, Э. Йеланд. – Доступный з : http://www.icss.ac.ru/research/dkp/central_banks.php
23. Комплексна програма розвитку фінансового сектору України до 2020 року [Електронний ресурс] / Національний банк України. – Доступний з : <http://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=19452983>
24. Стратегія монетарної політики на 2016–2020 роки. Пропозиції Правління НБУ до Основних засад грошово-кредитної політики. Презентація [Електронний ресурс] / Національний банк України. – Доступний з : <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=20985218> (дата звернення – 27.08.2015).
25. Постанова Правління Національного банку України від 18 серпня 2015 року № 541 "Про Основні засади грошово-кредитної політики на 2016-2020 роки" [Електронний ресурс]. – Доступний з : <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=20985217>
26. Лист про наміри від 27 02 2015. Умови програми Міжнародного валютного фонду у рамках Механізму розширеного фінансування (EFF) у 2015 році [Електронний ресурс] / Національний банк України. – Доступний з : <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=10315035>
27. Лист про наміри (EFF) від 21.07 2015. Умови програми Міжнародного валютного фонду у рамках Механізму розширеного фінансування (EFF) у 2015 році [Електронний ресурс] / Національний банк України. – Доступний з : <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=20163929>
28. Ділові очікування підприємств України. II квартал 2015 р. [Електронний ресурс]. – Доступний з : http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=58374
29. Грошово-кредитна та фінансова статистика [Електронний ресурс] / Національний банк України. – Доступний з : http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=65833&cat_id=44578
30. Почти 50% украинской экономики оказалось в тени [Электронный ресурс]. – Доступный з : <http://business.vesti-ukr.com/110979-pochti-50-jekonomiki-okazalos-v-teni>
31. Шумська С.С. Взаємозв'язок дисбалансів у фінансовій сфері України/ С.С. Шумська // Економічна теорія. – 2015. – № 1. – С. 74–88.
32. Сколотяный Ю. Гонгарева В.: «Эти состояния и эта так называемая олигархия — дутые пузыри» [Электронный ресурс] / Ю. Сколотяный, Ю. Самаева // Зеркало недели. Украина. – 2015. – № 36–37. – Доступний з : <http://gazeta.zn.ua/macrolevel/valeriya-gontareva-eti-sostoyaniya-i-eta-tak-nazyvaemaya-oligarhiya-dutye-puzyri-.html>
33. Основні тенденції валютного ринку [Електронний ресурс] / Національний банк України. – Доступний з : http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=58039
34. Основні тенденції грошово-кредитного ринку. Оперативні дані НБУ [Електронний ресурс]. – Доступний з : http://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=58038
35. Корнилюк Р. Ренкінг банків за рівнем підтримки від НБУ [Електронний ресурс] / Р. Корнилюк. – Доступний з : <http://forbes.net.ua/ua/business/1397305-renking-bankiv-za-rivnem-pidtrimki-vid-nbu>
36. Інструменти монетарної політики [Електронний ресурс] / Національний банк України. – Доступний з : http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=85380&cat_id=107576
37. Горюнов Е. Денежно-кредитная политика и Банк России: стратегия и тактика / Горюнов Е., Дробышевский С., Трунин П. // Вопросы экономики. – 2015. – № 4. – С. 53–85.
38. Пресс-релизы GfK Ukraine [Электронный ресурс]. – Доступний з : <http://www.gfk.com/ua/news-and-events/press-room/press-releases/Pages/default.aspx>
39. Соціологічне опитування Центру Разумкова за березень 2015 р. [Електронний ресурс]. – Доступний з : http://www.ucerps.org/ukr/poll.php?poll_id=406
40. Институт довіри в координатах економічного простору-часу : монографія / [А.А.Гриценко, Т.І.Артёмова, 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.
41. Шумська С.С. «Ефект переносу» та монетарна політика в Україні / С.Шумська // Вісник Інституту економіки та прогнозування. – 2013. – С. 51–58.
42. Calvo, G., Reinhart, C. Fixing for your Life [Электронный ресурс]. – Доступний з : <http://core.ac.uk/download/pdf/6501766.pdf>
43. Цели денежно-кредитной политики: обзор законодательства центральных банков [Электронный ресурс] // Аналитическая серия ИКЦИ. – 2013. – Вып. 60. – Доступний з : <http://www.icss.ac.ru/anseries>
44. Svensson, L. E. O. Open-Economy Inflation Targeting // NBER Working Paper. – 2000. – No 6545.

Надійшла до редакції 08.07.2015 р.



Шумська С.С., канд. екон. наук

ведучий науковий співробітник Інститута економіки та прогнозування НАН України

**МОНЕТАРНА ПОЛІТИКА І ВОЗБОВНОВЛЕННЯ
ЕКОНОМІЧЕСКОГО РОСТА В УКРАЇНІ**

Рассмотрены международный опыт и методы центральных банков, содействующие экономическому развитию своих стран. Проанализированы принципы и результаты текущей денежно-кредитной политики Национального банка Украины в контексте возможностей монетарной поддержки возобновления экономического роста. Показано, что особенности реализации современной монетарной политики в Украине и, в частности, качественного изменения природы эмиссии гривни привели к уменьшению реальных денег в экономике, замедлению кредитования клиентов, снижению доверия и к росту инфляционных ожиданий. Для анализа стабилизационной функции монетарной политики осуществлена оценка потенциального ВВП (trend 1993–2014), полученного с помощью фильтра Ходрика – Прескотта путем выделения трендовой и циклической компонент. Для оценки влияния изменений реальной денежной массы на темпы реального ВВП проведены модельные расчеты, с помощью которых на основе коэффициента эластичности получены прогнозные оценки ВВП за 2015 г. Обоснована необходимость коррекции текущей политики и выделены направления изменений, которые при переходе к инфляционному таргетированию не ускорят ценовую динамику, а будут способствовать поддержке экономического роста.

Ключевые слова: экономический рост, монетарная политика, денежное предложение, инфляционное таргетирование, прогноз.

*S.Shumska, PhD (Economics), Leading Researcher
Institute for Economics and Forecasting, NAS of Ukraine*

MONETARY POLICY AND RECOVERY OF ECONOMIC GROWTH IN UKRAINE

The article deals with international experience and methods of central banks that contributed to the economic development of their countries. The author provides an analysis of principles and results of the current monetary policy of the National Bank of Ukraine in the context of the opportunities for monetary support of economic recovery. It is shown that the peculiarities of modern monetary policy in Ukraine and in particular the qualitative change in the nature of the hryvnia's emission led to decreased amount of real money in the economy, slower lending, lower confidence and growing inflation expectations. To analyze the stabilization function of monetary policy, the author estimates potential GDP (trend 1993–2014), obtained with Hodrika – Prescott filter by separating the trend and cyclical components. To assess the impact of the changes in the real money supply on real GDP rate, the author carried out model based calculations, which, based on elasticity coefficient, made it possible to obtain estimates of GDP in 2015. The article justifies the necessity of adjustment of the current policy and identifies various guidelines, which, within the implementation of inflation targeting, would not raise the price dynamics but rather support economic growth.

Keywords: economic growth, monetary policy, money supply, inflation targeting, forecast

References

1. Goodfriend, M., King, R. (1997). The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy. NBER Macroeconomics Annual. Cambridge: MIT Press, 231–283 [in English].
2. Mishkin, F. (2009). Will Monetary Policy Become More of a Science? *Deutsche Bundesbank, Monetary Policy Over Fifty Years: Experiences and Lessons*. London: Routledge, 81–107 [in English].
3. Goodhart, C.A.E. (2014). Lessons for Monetary Policy from the Euro-Area Crisis. *Journal of Macroeconomics*, 39, 378–382 [in English].
4. Drobyshevskij, S.M., Trunin, P.V. (2014). Jevoljucija teorij i praktiki denezhno-kreditnoj politiki v rezul'tate global'nogo jekonomicheskogo krizisa [Evolution of the theory and practice of a monetary policy as a result of a global economic crisis]. *Zhurnal Novoj jekonomicheskoy asociacii [The Magazine of New economic association]*, 4, 141–158 [in Russian].
5. Gambacorta, L., Signoretti, F. M. (2013). Should Monetary Policy Lean Against the Wind? An Analysis Based on a DSGE Model with Banking. *BIS Working Papers. Monetary and Economic Department*, 418 [in English].
6. Bloomfield, Arthur I. (1957). Some Problems of Central Banking in Underdeveloped Countries. *The Journal of Finance*, 12(2), 190–204 [in English].



7. Brimmer, Andrew F. (1971). Central Banking and Economic Development: The Record of Innovation. *Journal of Money, Credit and Banking*, 3(4), 780–792 [in English].
8. Central Banks as Agents of Economic Development (2006). *UNI-WIDER Research Paper*, 2006/54. Retrieved from http://scholarworks.umass.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1083&context=peri_workingpapers [in English].
9. Inflation Targeting and the IMF. International Monetary Fund (2006). Retrieved from <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2006/031606.pdf> [in English].
10. Peterson, T. The effects of inflation targeting on macroeconomic performance (2004). Retrieved from http://www.suerf.org/docx/s_afdec7005cc9f14302cd0474fd0f3c96_1031_suerf.pdf [in English].
11. Bernanke, Ben S., Laubach, Thomas, Posen, Adam S. and Mishkin, Frederic S. (1999). *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*. Princeton, N J: Princeton University Press [in English].
12. Gorjunov, E., Trunin, P. (2013). Bank Rossii na pereput'e: nuzhno li smjagchat' denezhno-kreditnuju politiku? The Bank of Russia at a crossroads: whether to ease monetary policy? *Voprosy jekonomiki [Economy questions]*, 6, 1–16 [in Russian].
13. Judaeva, K. (2014). O vozmozhnostjah, celjah i mehanizmah denezhno-kreditnoj politiki v tekushhej situacii *Voprosy jekonomiki [Economy questions]*, 9, 4–12.
14. Kliment'ev, M. (2015). CB i Vasilisa Premudraja ili Defljacija pod maskoj [The Central Bank and Vasilisa the wise or Deflation under the mask]. *Jekspert [Expert]*. Retrieved from <http://expert.ru/2015/08/10/tsb-i-vasilisa-premudraya-ili-deflyatsiya-pod-maskoj/> [in Russian].
15. Polterovich, V. (1996). Transformacionnyj spad v Rossii [Transformational recession in Russia]. *Jekonomika i matematicheskie metody [Economics and mathematical methods]*, 32:1, 54–69 [in Russian].
16. Blinov, S. (2015). Horoshij primer dlja CB [A good example for CB]. *Expert Online [Expert Online]*. Retrieved 15 July 2015, from <http://expert.ru/2015/07/15/horoshij-primer-dlja-tsb/> [in Russian].
17. Apokin, A.Ju., Belousov, D.R., Goloshhapova, I.O., Ipatova, I.B., Solncev, O.G. (2014). O fundamental'nyh nedostatkah sovremennoj denezhno-kreditnoj politiki [On the fundamental deficiencies of current monetary policy]. *Voprosy jekonomiki [Economy questions]*, 12, 80–100 [in Russian].
18. Bukovyns'kyj, S., Unkovs'ka, T. (2014). Do pytannia optymizatsii stratehii monetarnoi polityky Natsional'noho banku Ukrainy [On the issue of the optimization of the monetary policy strategy of the National bank of Ukraine]. *Ekonomichna teoriia [Economic theory]*, 2, 70–85 [in Ukrainian].
19. Bukovyns'kyj, S., Unkovs'ka, T., Dzhus M. (2015). Do pytanniarozrobky monetarnoi stratehiji podolannya stahflyatsiynoyi kryzy [The issue of the development strategy to overcome the monetary crisis stagflation]. *Ekonomika Ukrainy [Economy of Ukraine]*, 8.
20. Hrytsenko, A.A., Krychevs'ka, T.O., Petryk, O.I. (2008). Instytut tarhetuvannia inflitsii: zarubizhnyj dosvid i perspektyvy zaprovadzhennia v Ukraini [Institute inflation targeting: international experience and prospects for implementation in Ukraine]. Kyiv: Institute for economy and forecasting, NAS of Ukraine [in Ukrainian].
21. Korablin, S. (2015). Monetarnaja politika: problema celevyh orientirov [Monetary policy: the problem of target]. *Zerkalo nedeli. Ukraina [Mirror of the week. Ukraine]*, 7. Retrieved from <http://gazeta.zn.ua/macrolevel/monetarnaya-politika-problema-celevyh-orientirov-.html> [in Russian].
22. Jepshtejn, D., Jeland, Je. Razrabotka al'ternativy neoliberal'nomu podhodu k denezhno-kreditnoj politike [Development of alternatives to the neo-liberal approach to monetary policy]. Retrieved from http://www.icss.ac.ru/research/dkp/central_banks.php [in Russian].
23. Kompleksna prohrama rozvytku finansovoho sektoru Ukrainy do 2020 roku. Natsional'nyj bank Ukrainy [The complex program of development of the financial sector of Ukraine till 2020. National Bank of Ukraine]. Retrieved from <http://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=19452983> [in Ukrainian].
24. Stratehiiia monetarnoi polityky na 2016–2020 roky. Propozytsii Pravlinnia NBU do Osnovnykh zasad hroshovo-kredytnei polityky. Prezentatsiia. Natsional'nyj bank Ukrainy [The monetary policy strategy for 2016–2020. Proposals of the Board of the NBU the Main principles of monetary policy. Presentation. National Bank of Ukraine]. Retrieved August 27, 2015, from <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=20985218> [in Ukrainian].
25. Postanova Pravlinnia Natsional'noho banku Ukrain yvid 18 serpnia 2015 roku № 541 "Pro Osnovni zasady hroshovo-kredytnei polityky na 2016–2020 roku" [The resolution of the Board of the National Bank of Ukraine dated 18 August 2015 № 541 "On the Main principles of monetary policy for 2016–2020"]. Retrieved from <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=20985217> [in Ukrainian].



26. *Lyst pro namiry vid 27 02 2015*. Umovy prohramy Mizhnarodnoho valiutnoho fondu u ramkakh Mekhanizmu rozshyrenoho finansuvannia (EFF) u 2015 rotsi. Natsional'nyj bank Ukrainy [*The letter of intent dated 27 02 2015*. The conditions of the International monetary Fund under the extended financing facility (EFF) in 2015. National Bank of Ukraine]. Retrieved from <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=10315035> [in Ukrainian].
27. *Lyst pro namiry (EFF) vid 21.07 2015*. Umovy prohramy Mizhnarodnoho valiutnoho fondu u ramkakh Mekhanizmu rozshyrenoho finansuvannia (EFF) u 2015 rotsi [*The letter of intent (EFF) dated 21.07 2015*. Terms of the program of the International monetary fund are within the framework of Mechanism of the extended financing (EFF) in 2015]. National Bank of Ukraine. Retrieved from <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=20163929> [in Ukrainian].
28. *Dilovi ochikuvannia pidpriemstv Ukrainy. II kvartal 2015 r.* [Business expectations of enterprises of Ukraine. II quarter in 2015]. Retrieved from http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=58374 [in Ukrainian].
29. *Hroshovo-kredytna ta finansova statystyka* [Money-and-credit and financial statistics]. National bank of Ukraine. Retrieved from http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=65833&cat_id=44578 [in Ukrainian].
30. *Pochti 50% ukrainskoj jekonomiki okazal' v teni* [Nearly 50% of the Ukrainian economy appeared in a shadow]. Retrieved from <http://business.vesti-ukr.com/110979-pochti-50-jekonomiki-okazalos-v-teni> [in Russian].
31. Shumska, S.S. (2015). *Vzaiemozviazok dysbalansiv u finansovij sferi Ukrainy* [Interconnection Between the Imbalances in Ukraine's Financial Sector]. *Ekonomichna teoriia* [Economic Theory], 1, 74–88 [in Ukrainian].
32. Skolotjanyj, Ju., Samaeva, Ju. (2015). *Gontareva V.: «Jeti sostojanija i jeta tak nazyvaemaja oligarhija — dutye puzyri»* [Gontareva V.: "These states and this so-called oligarchy — exaggerated bubbles"]. *Zerkalo nedeli. Ukraina* [Mirror of week. Ukraine], 36–37. Retrieved from <http://gazeta.zn.ua/macrolevel/valeriya-gontareva-eti-sostoyaniya-i-eta-tak-nazyvaemaya-oligarhiya-dutye-puzyri-.html> [in Russian].
33. *Osnovni tendentsii valiutnoho rynku* [Basic currency market tendencies]. Retrieved from http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=58039 [in Ukrainian].
34. *Osnovni tendentsii hroshovo-kredytnoho rynku. Operatyvni dani NBU* [Basic money-and-credit market tendencies. These operative HBY]. Retrieved from http://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=58038 [in Ukrainian].
35. *Kornyliuk, R. Renkinh bankiv za rivnem pidtrymky vid NBU* [Renking of banks after the level of support from NBU]. Retrieved from <http://forbes.net.ua/ua/business/1397305-renking-bankiv-za-rivnem-pidtrimki-vid-nbu> [in Ukrainian].
36. *Instrumenty monetarnoi polityky* [Instruments of monetary politics]. Retrieved from http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=85380&cat_id=107576 [in Ukrainian].
37. *Gojrunov, E., Drobyshevskij, S., Trunin, P. (2015). Denezhno-kreditnaja politika I Bank Rossii: strategija I taktika* [Monetary policy and Bank of Russia: strategy and tactics]. *Voprosy jekonomiki* [Economy questions], 4, 53–85 [in Russian].
38. *Press-relizy GfK Ukraine* [Press releases of GfK Ukraine]. Retrieved from <http://www.gfk.com/ua/news-and-events/press-room/press-releases/Pages/default.aspx>
39. *Sotsiolohichne opytuvannia Tsentru Razumkova za berezen' 2015 r.* [Sociological questioning of Razumkov Center for March in 2015]. Retrieved from http://www.uceps.org/ukr/poll.php?poll_id=406 [in Ukrainian].
40. *Institut doviry v koordynatakh ekonomichnoho prostoru-chasu* [An institute of trust in the coordinates of economic space-time] (2012). NAS of Ukraine, Institute for Economics and Forecasting [in Ukrainian].
41. *Shumska, S.S. (2013). «Efekt perenosu» ta monetarna polityka v Ukraini* ["Exchange Rate Pass-Through" and Monetary Policy in Ukraine]. *Visnyk Instytutu ekonomiky ta prohozuvannia* [Bulletin of Institute for Economic Forecasting], 51–58 [in Ukrainian].
42. *Calvo, G., Reinhart, C. Fixing for your Life*. Retrieved from <http://core.ac.uk/download/pdf/6501766.pdf> [in English].
43. *Celi denezhno-kreditnoj politiki: obzor zakonodatel'stva central'nyh bankov* [Monetary policy purposes: review of the legislation of the central banks] (2013). *Analiticheskaja serija IKSI* [IKSI analytical series], 60. Retrieved from <http://www.icss.ac.ru/anseries> [in Russian].
44. *Svensson, L. E. O. (2000). Open-Economy Inflation Targeting*. *NBER Working Paper*, 6545 [in English].