

НАЦІОНАЛЬНИЙ БАНК УКРАЇНИ

В.С.Стельмах

**МОНЕТАРНА ПОЛІТИКА  
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ:  
СУЧАСНИЙ СТАН  
ТА ПЕРСПЕКТИВИ ЗМІН**

Монографія

Київ – 2009

УДК 339.74  
ББК У26  
М77

*Авторський  
колектив*

**Керівник та науковий редактор** – **Стельмах В.С.**, кандидат економічних наук (передмова, розд. 1.1, 1.4–1.8, 2.1, 3.1.2–3.1.3, 3.2, 4.4);  
**Міщенко В.І.**, доктор економічних наук, професор (розд. 1.7, 4.1.1, 4.1.3, 4.2);  
**Сомик А.В.**, кандидат економічних наук (розд. 2.1, 2.2.1–2.2.3, 4.1–4.3, 4.5);  
**Лисенко Р.С.** (розд. 3.1.2–3.1.3, 3.2); **Галичин І.О.** (1.4,4.6);  
**Нідзельська І.А.**, кандидат економічних наук (розд. 2.2.4, 4.4);  
**Міщенко С.В.** (розд. 1.2, 1.3); **Шульга С.О.** (розд. 3.1.2, 4.1.3, 4.4.1);  
**Кулінець А.П.** (розд. 1.5, 3.1.1, 4.4.1)

*Рецензенти*

**Мороз А.М.**, завідувач кафедри банківської справи Київського національного економічного університету імені Вадима Гетьмана, доктор економічних наук, професор;  
**Смолженко Т.С.**, ректор Університету банківської справи Національного банку України, доктор економічних наук, професор;  
**Дзюблюк О.В.**, завідувач кафедри банківської справи Тернопільського національного економічного університету, доктор економічних наук, професор

**М77 Монетарна політика Національного банку України: сучасний стан та перспективи змін /** За ред. В.С. Стельмаха. – К.: Центр наукових досліджень Національного банку України, УБС НБУ, 2009. – 404 с.  
ISBN 978-966-484-044-3

Монографія підготовлена за результатами проведеного комплексного дослідження теоретико-методологічних та практичних питань реалізації монетарної політики в Україні. У книзі висвітлено теоретичні засади грошей та грошово-кредитної політики, розкрито механізм впливу монетарної політики на макроекономічні показники та правові засади її реалізації. У виданні узагальнено особливості вітчизняної практики використання механізмів та інструментів монетарної політики та проаналізовано перспективи переходу до нового режиму грошово-кредитної політики, що базується на цінній стабільності. Відмінною особливістю монографії є її практичний акцент на висвітленні таких актуальних питань, як підвищення дієвості монетарного трансмісійного механізму, зниження доларизації, вдосконалення управління ліквідністю банківської системи, вдосконалення готівкового обігу, а також реалізації валютної політики в умовах трансформації діючого режиму грошово-кредитної політики та визначення ефективності монетарної політики.

Розраховано на працівників банківських та фінансових установ, науковців, аспірантів, студентів вищих навчальних закладів та всіх, кого цікавлять проблеми грошово-кредитної політики в Україні.

*Точка зору авторів не обов'язково співпадає з офіційною позицією Національного банку України.*

*Рекомендовано до друку Вченою радою Університету банківської справи Національного банку України (протокол № 2 від 22.10.2008).*

**УДК 339.74  
ББК У26**

© В.С. Стельмах (керівник та науковий редактор), 2009  
© Національний банк України, 2009

**ISBN 978-966-484-044-3**

## ЗМІСТ

ПЕРЕДМОВА .....	5
РОЗДІЛ 1. СУТНІСТЬ ГРОШЕЙ ТА ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ .....	9
1.1. Виникнення та концепції походження грошей .....	9
1.2. Теорії грошей .....	13
1.3. Проблеми оцінки вартості грошей у сучасній економічній теорії.....	28
1.4. Історія готівкового обігу України .....	40
1.5. Грошово-кредитна політика: мета, завдання та інструменти.....	58
1.6. Грошово-кредитна політика в системі економічної політики держави і механізм її впливу на макроекономічні показники.....	66
1.7. Національний банк України: історія створення, статус і функції .....	76
1.8. Особливості грошово-кредитної політики України .....	86
РОЗДІЛ 2. ГРОШОВО-КРЕДИТНА ПОЛІТИКА В УКРАЇНІ.....	103
2.1. Нормативно-правові засади проведення грошово-кредитної політики .....	103
2.2. Сучасні інструменти та механізми грошово-кредитної політики Національного банку України.....	112
2.2.1. Обов'язкові резервні вимоги: зарубіжний досвід та сучасна вітчизняна практика їх використання.....	113
2.2.2. Процентна політика .....	122
2.2.3. Кредитні та депозитні операції Національного банку України .....	132
2.2.4. Валютна політика: особливості її реалізації та інструменти .....	149
РОЗДІЛ 3. ПЕРСПЕКТИВИ ТРАНСФОРМАЦІЇ РЕЖИМУ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ В УКРАЇНІ .....	162
3.1. Основні режими грошово-кредитної політики центральних банків.....	162
3.1.1. Режим таргетування валютного курсу.....	162
3.1.2. Режим монетарного таргетування.....	177
3.1.3. Режим таргетування інфляції .....	184
3.2. Перспективи переходу Національного банку України до режиму монетарної політики, що базується на цінovій стабільності .....	195

РОЗДІЛ 4. ПРОБЛЕМНІ ПИТАННЯ РЕАЛІЗАЦІЇ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ В УКРАЇНІ .....	203
4. 1. Монетарний трансмісійний механізм .....	203
4.1.1. Теоретичні засади трансмісійного механізму грошово-кредитної політики .....	203
4.1.2. Особливості дії монетарного трансмісійного механізму в Україні .....	211
4.1.3. Напрями удосконалення трансмісійного механізму грошово-кредитної політики на основі зарубіжного досвіду .....	228
4.2. Доларизація: причини та наслідки для економіки України.....	238
4.3. Ліквідність банківської системи України.....	246
4.3.1. Сутність та структура ліквідності банківської системи.....	246
4.3.2. Сучасний стан ліквідності банківської системи України ..	261
4.3.3. Основні напрями вдосконалення управління ліквідністю банківської системи України.....	267
4.4. Реалізація валютної політики в умовах трансформації діючого режиму грошово-кредитної політики. ....	280
4.4.1 Міжнародний досвід посилення гнучкості обмінного курсу .....	280
4.4.2. Потенційні ефекти та ризики від можливого посилення гнучкості обмінного курсу гривні .....	285
4.4.3. Макроекономічні передумови для ефективного переходу до режиму гнучкого курсоутворення .....	291
4.5. Проблемні питання визначення ефективності грошово-кредитної політики .....	305
4.6. Готівковий обіг України: перспективи вдосконалення роботи з грошовими знаками національної валюти .....	314
СПИСОК ЛІТЕРАТУРИ.....	329
ДОДАТКИ .....	347

## ПЕРЕДМОВА

Сучасний етап розвитку економіки України висуває нові вимоги до економічної політики держави, які полягають у необхідності зміщення акцентів із зовнішньої орієнтації економіки на активізацію та стимулювання розвитку внутрішнього ринку. Для цього грошово-кредитна політика Національного банку України, як складова частина економічної політики країни, має забезпечити відповідне монетарне підґрунтя для стабільного соціально-економічного розвитку – цінову стабільність та низьку інфляцію у довгостроковому періоді.

У своїй середньостроковій стратегії грошово-кредитної політики Національний банк України орієнтується на поступовий перехід до монетарного режиму, що ґрунтується на цінній стабільності. Режим, за якого головною ціллю грошово-кредитної політики є цінова стабільність, базуватиметься на управлінні грошово-кредитним ринком через регулювання відсоткових ставок. Ці зміни позначаться на структурі монетарного трансмісійного (передавального) механізму, головним каналом якого має стати процентний канал, а основним інструментом досягнення цінної стабільності – офіційні відсоткові ставки центрального банку. При цьому досягнення цільового показника інфляції забезпечуватиметься через вплив центрального банку на рівень відсоткових ставок в економіці шляхом підтримання за допомогою монетарних інструментів узгодженості короткострокових процентних ставок міжбанківського ринку з основною офіційною відсотковою ставкою. Такі зміни дозволять, як свідчить досвід країн з режимом інфляційного таргетування, забезпечити низький та прогнозований рівень інфляції, що призведе до суттєвого зростання реальних доходів населення та суб'єктів господарювання, зміни структури споживчого кошика населення, покращання рівня життя в країні, зростання обсягів внутрішнього ринку, що виступатиме основною рушійною силою соціально-економічного зростання в Україні.

Переходу до використання інфляційного орієнтира як головної мети грошово-кредитної політики має передувати перехідний етап, протягом якого необхідно створити цілу низку макроекономічних, фінансових та інституційних передумов, необхідних для ефективного впровадження монетарного режиму, що базується на цінній стабільності. Серед таких передумов – макроекономічна та фінансова збалансованість, поступовий перехід до режиму вільного плавання обмінного курсу, достатній розвиток ринку цінних паперів, трансмісійних механізмів, комунікацій центрального банку із суб'єктами господарювання і населенням, удосконалення

системи валютного регулювання, посилення ролі процентної політики в системі монетарного регулювання економічних процесів тощо.

Необхідність у науковому розробленні цих та багатьох інших проблемних питань грошово-кредитної політики в Україні зумовила актуальність та структуру цієї книги, спрямованої на висвітлення важливих теоретичних положень, пов'язаних із функціонуванням Національного банку України, аналіз тенденцій еволюційних змін у вітчизняній монетарній політиці та її інструментах, глибше осмислення практичних засад та перспектив розвитку монетарної політики, розроблення науково-обґрунтованих пропозицій щодо підвищення її ефективності та її ролі в регулюванні макроекономічних процесів.

*У першому розділі* висвітлені питання, що у сукупності формують теоретичні засади грошей та грошово-кредитної політики. Авторами розглядається в історичній ретроспективі становлення такого феномену економічного життя суспільства як гроші: наведено концепції їх походження та узагальнено огляд основних наукових положень економічних шкіл щодо теорії грошей, висвітлено історію готівкового обігу в Україні за період з античних часів і до сьогодення. Особливе місце в матеріалах розділу відведено центральному банку України: висвітлено історію створення, сучасні правові засади функціонування, завдання, функції, повноваження і принципи організації діяльності Національного банку України. У розділі розглянуті теоретичні питання, пов'язані із сутністю грошово-кредитної політики центральних банків: охарактеризовано основні цілі, завдання, інструменти та методи її реалізації. У роботі наведено етапи становлення монетарного розвитку України (1992–1996 рр., 1996–1998 рр., 1999– до цього часу), висвітлено їх основні події, особливості в реалізації грошово-кредитної політики Національного банку України, проаналізовано її вплив на макроекономічну ситуацію в країні.

*Другий розділ* присвячений висвітленню законодавчо-правових та практичних питань реалізації грошово-кредитної політики в Україні. Детально розглянута процедура розроблення, прийняття та виконання Основних засад грошово-кредитної політики; проаналізовано динаміку змін у прогнозних показниках монетарної сфери за 2002–2008 рр. та наведено основні положення Основних засад грошово-кредитної політики на 2009 рік. У розділі описана вітчизняна практика використання таких основних інструментів та механізмів грошово-кредитної політики як обов'язкові резервні вимоги, процентна та валютна політика, механізми кредитних та депозитних операцій, що дозволило систематизувати накопичений досвід, визначити тенденції змін у динаміці використання інструментів грошово-кредитної політики в Україні та провести порівняння із світовою практикою використання зазначених інструментів.

У *третьому розділі* наведено класифікацію режимів монетарної політики (режим таргетування обмінного курсу, монетарне таргетування та інфляційне таргетування) та їх видів, визначено особливості, переваги та недоліки монетарних режимів. На прикладі окремих зарубіжних країн (Болгарії, Латвії, Польщі, Словенії, Швейцарії, Німеччини та багатьох інших країн) продемонстровано специфіку дії різних монетарних режимів та їх вплив на макроекономічну ситуацію в цих країнах. З огляду на намічену перспективу переходу Національного банку України до режиму, що базується на цінній стабільності, значну увагу в матеріалах розділу приділено режиму таргетування інфляції: розкрито його сутність та узагальнено передумови, необхідні для успішного запровадження. Авторами окреслено перспективи переходу України до режиму монетарної політики, що базується на цінній стабільності, обґрунтовано етапи та заходи поступового переходу України до нового монетарного режиму та визначено його переваги.

*Четвертий розділ* присвячено окремим проблемним питанням реалізації грошово-кредитної політики. Зокрема, приділено велику увагу питанню удосконалення трансмісійного механізму монетарної політики в Україні: висвітлено теоретичні засади монетарної трансмісії, її структуру та етапи дії, емпірично обґрунтовано особливості дії каналів передавального механізму грошово-кредитної політики; на основі вивчення вітчизняної специфіки та досвіду удосконалення трансмісійних механізмів у Чехії, Польщі, Угорщині, Словаччині визначено напрями підвищення ефективності вітчизняного механізму монетарної трансмісії.

Виокремлюючи в матеріалах розділу проблему доларизації, автори узагальнюють її внутрішні та зовнішні чинники, аналізують тенденції, акцентують увагу на негативних наслідках для України.

Ураховуючи ту роль, яку виконує ліквідність в діяльності кожного банку і банківської системи в цілому, значне місце в монографії відведено результатам дослідження теоретико-методичних та практичних питань управління ліквідністю банківської системи України. Серед результатів дослідження цього питання необхідно відмітити глибоке розроблення теоретичних засад ліквідності банківської системи, зокрема, визначення її економічної сутності та структурних складових (оптимальна, вільна, надлишкова ліквідність). У матеріалах розділу наведено методику аналізу ліквідності банківської системи, узагальнено чинники, що визначають попит та пропозицію ліквідності банківської системи, проаналізовано її сучасний стан та обґрунтовано основні напрями удосконалення управління ліквідністю вітчизняної банківської системи основі впровадження передового світового досвіду з урахуванням вітчизняних умов розвитку грошово-кредитного ринку.

Проведені дослідження проблемних питань реалізації валютної політики в умовах трансформації діючого режиму грошово-кредитної політики дозволили на основі вивчення досвіду таких країн як Польща, Ізраїль,

Чилі, Нова Зеландія, Уганда, Угорщина узагальнити позитивні аспекти досвіду цих країн щодо посилення гнучкості обмінного курсу; визначити потенційні ефекти та ризики від можливого посилення гнучкості обмінного курсу гривні; обґрунтувати основні макроекономічні передумови ефективного переходу Національного банку України до режиму гнучкого курсоутворення.

З огляду на важливу роль, яку відіграє монетарна політика центрального банку в загальнодержавній політиці, особливої актуальності набуває питання визначення її ефективності. Дослідження цього питання дало змогу авторам визначити критерії та оціночні показники, які об'єктивно відображатимуть ступінь ефективності монетарної політики в Україні та на основі узагальнення законодавчо визначених цілей центральних банків зарубіжних країн обґрунтувати відповідні законодавчі зміни щодо уточнення сутності грошово-кредитної політики та її цільової спрямованості.

Значна питома вага готівки в грошовій масі, капіталоємність та трудомісткість готівкового обігу грошовому обігу України зумовили необхідність пошуку шляхів удосконалення роботи з грошовими знаками національної валюти. Наприкінці видання (п. 4.6.) читачеві пропонується матеріал, у якому узагальнено основні об'єктивні причини значної питомої ваги готівки в грошовій масі України, визначено тенденції розвитку вітчизняного готівкового обігу та пропонуються заходи щодо вдосконалення організації грошового обігу в Україні.

У цілому в монографії викладено наукове бачення напрямів та заходів щодо розв'язання низки теоретико-методичних та практичних питань, впровадження яких у сукупності сприятимуть соціально-економічному розвитку України на основі підвищення ролі грошово-кредитної політики в регулюванні макроекономічних процесів в країні. Видання буде цікавим та корисним для широкого кола читачів: викладачів, студентів вищих закладів освіти, науковців, працівників фінансової та банківської системи та усіх, хто має інтерес до економіки та фінансів, особливо в аспекті поглиблення розуміння практичних процесів монетарного регулювання.



# РОЗДІЛ 1

## СУТНІСТЬ ГРОШЕЙ

### ТА ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ

#### 1.1. Виникнення та концепції походження грошей

Гроші – один із найвизначніших витворів суспільства. Вони з’явилися з прадавніх часів, ознаменували виникнення самих простих форм суспільного розвитку та товарно-грошових відносин. Наявністю загальної для держави грошової одиниці разом з певним ступенем розвитку матеріальної і духовної культури визначається приналежність держави до цивілізаційної стадії людського розвитку. Проте, поява грошей пов’язана часом з набагато віддаленішим від історичної епохи виникнення держави періодом, а саме з добою розподілу праці. Однак, не дивлячись на таку довготривалу історію, гроші й до сьогоднішнього дня залишаються таємницею, предметом дослідження фахівців різних галузей науки.

Стосовно походження грошей у світовій економічній літературі традиційно виділяють дві основні концепції: раціоналістичну та еволюційну. Наявність різних точок зору щодо походження грошей свідчить про складність цієї економічної категорії.

Так, раціоналістична концепція (представники: Дж. Кейнс, Дж. Гелбрейт, Л. Харріс, Г. Кнапп, П. Самуельсон) виходить з того, що існування грошей – це результат певної раціональної угоди між людьми у зв’язку з необхідністю виділення спеціального інструмента для обслуговування сфери товарного обігу і підвищення ефективності її функціонування. Вперше ця концепція була висунута Арістотелем в праці «Нікомахова етика», а основні її положення відображені ще в римському праві, згідно з яким імператор декретував вартість грошей. Замість економічного пояснення виникнення грошей запропоноване чисто юридичне або психологічне пояснення цього феномену, тобто грошам властива соціальна природа. Конкретна грошова форма виникає тоді, коли люди усвідомлюють її необхідність і організаційно забезпечують її впровадження у господарський оборот. Різновидом попередньої можна вважати номіналістичну концепцію, яка представлена у державній теорії грошей німецького економіста Г. Кнаппа.

Еволюційна концепція (представники: А. Сміт, Д. Рікардо, К. Маркс, К. Менгер та ін.) наголошує увагу на об’єктивному характері виникнення грошей, які є результатом еволюційного процесу розвитку форм вартості, який призвів до того, що певні товари стихійно виділяються із загальної товарної маси, оскільки вони найбільш придатні для виконання функціональної ролі грошового товару. Той чи інший товар стає грошми лише в

межах певної особливої суспільної форми товарного виробництва і обігу, при чому вказується на стихійність такого процесу.

Зараз вже практично неможливо встановити з повною достовірністю природу найперших платіжних засобів в історії людства. Спираючись на дослідження впливових вітчизняних та іноземних істориків, можна сказати, що основними видами первісних грошей-товарів була худоба, предмети повсякденного вжитку, а саме: знаряддя праці, засоби для мисливства і рибальства, що мали найважливіше значення для забезпечення існування та виживання людей, різноманітні продукти харчування і, звичайно, коштовності, які вже тоді користувалися попитом. Таким чином, здійснюючи перший товарний обмін, людина вперше виступала суб'єктом економічних відносин.

У доісторичні часи матеріальні потреби людей могли задовольнятися за рахунок самозабезпечення, але з розвитком матеріальної і духовної культури людські потреби почали суттєво зростати. У результаті поступово формувалися й мінові відносини – обмін продуктами праці як першими товарами [41, с. 7].

На перших етапах між общинами відбувався обмін надлишками товарів, який носив нерегулярний характер. Випадковими були й пропорції, за якими товари обмінювалися. Розвиток суспільного розподілу праці, виділення скотарства і землеробства в самостійні галузі сприяли розвитку товарних відносин. Надлишки продукції тваринництва вже не випадково, а регулярно починають обмінюватися на надлишки землеробської продукції.

За цих умов виникає повна або розгорнута форма вартості, що змінює просту форму. За цієї форми вартості тварини, наприклад, систематично обмінювалися на інші товари – зерно, одяг тощо. За умови регулярного обміну мінові пропорції стають стійкішими, обмін полегшується. Але оскільки товар безпосередньо обмінюється на інший, а обмін між общинами з розпадом первісного ладу змінюється на обмін між індивідами, то в останніх виникали певні труднощі. Так, власник худоби міг придбати зерно лише тоді, коли худоба не була йому потрібна. Також за цієї форми вартості самі обміни були дуже ускладнені тим, що певний товар виражав свою вартість у споживній вартості безлічі товарів, що, у свою чергу, ускладнювало мінові пропорції та орієнтацію товаровиробників у їхній господарській діяльності. Ще одним недоліком повної або розгорнутої форми вартості є те, що у багатьох випадках при обміні може виникнути невідповідність попиту та пропозиції на конкретному ринку [194, с. 9–15].

З розвитком господарства, різноманітних ремесел час вимагав принципово нового підходу до конкретизованої спеціалізації груп населення в питаннях організації праці. Уже за кілька тисячоліть до нашої ери виділилися значні верстви населення, які спеціалізувалися по окремих напрямках діяльності. Насамперед, це мисливство та рибальство, виробництво найпрос-

тіших знарядь праці і предметів повсякденного вжитку, прикрас, розвивалися землеробство і скотарство. Згодом належне місце в цьому переліку зайняла і торгівля. Певні прошарки населення спеціалізувалися виключно на здійсненні обмінних операцій, що дозволило значно спростити процес розрахунків між сусідніми племенами, а в подальшому і між державами, які поступово виникали на Землі. На перших етапах становлення торговельних відносин було обумовлено географічним розташуванням груп населення, які виконували посередницькі функції при здійсненні обмінних операцій. Таке розташування сприяло розвитку сталих контактів з мешканцями сусідніх і віддалених місцевостей. Саме першим торговцям багато в чому мають завдячувати наступні покоління людства. Адже завдяки їхній невтомній діяльності набували розвитку судноплавство по ріках, озерах і морях, розширювалися географічні пізнання наших пращурів. Та найважливішим, безумовно, був накопичений і розповсюджений досвід мінових відносин.

Посередницькою діяльністю цілі держави завойовували міжнародний авторитет і забезпечували собі впливове становище у світі. До нашої ери це здебільшого була Фінікія, в середньовіччі – Венеція і Генуя, а на початку нової історії – Голландія.

Натуральний обмін вже не задовольняв постійно зростаючих потреб тогодення і людство не могло не шукати і знаходило різноманітні шляхи їх задоволення. Виникала потреба у пошуку придатних еквівалентів обміну. Різноманіття таких тимчасових еквівалентів, які слугували людям, безкінечне. Крім уже згаданих продуктів харчування, знарядь праці тощо, до переліку тогочасних «грошей» можна віднести також тютюн, зуби риб, кістки звірів, метали і металеві вироби, хутра звірів, какао-боби. Досить поширеною була торгівля рабами, а на Каролінських островах в якості мінової одиниці виступали навіть шматки вапняку, розміри яких сягали двох метрів. Серед острівних племен і мешканців узбереж океанів і морів в якості засобу обігу використовувалися здебільшого кольорові мушлі.

Тільки час визначав відповідність еквівалентів еталонам вартості і поступово означилися основні вимоги, які могли задовольняти тогочасні «гроші». Насамперед вони мали виступати мірилом цінностей для зіставлення вартостей, засобами обігу і накопичення багатства, що створювало умови щодо купівлі-продажу. Товар, який виконував функції грошей, мав бути кратним, сума вартостей його частин мала бути відповідною вартості цілого товару.

Більшість видів товарів, що виконували функції грошей, з часом такі функції втрачали, але окремі з них у віддалених частинах світу знаходилися в обігу, як наприклад, черепашки кауру у Полінезії. Зверталися до них і пізніше. Ще на початку XIX ст. головна управа Російсько-Американської компанії на Алясці для розрахунків зі своїми працівниками надрукувала і випустила в обіг гроші, надруковані на шкірі морських тварин. Ця подія відно-

ситься до 1816–1826 рр. і є першою у світовій практиці. Шкіряні гроші знаходилися в обігу ще у V ст. до н.е. в древньому Карфагені.

Еволюційні шляхи розвитку людства, виробничих відносин і зростання матеріальної культури, успіхи в обробці металів в основному і забезпечили появу, можна сказати, універсального, звичайно як на той час, мінового еквівалента – металевих грошей, які мали різну форму, виготовлялися із різних металів, що створювало незручності. Але згодом, завдячуючи своїм природним якостям, у формі загального еквівалента стали виступати гроші, виготовлені здебільшого із золота і срібла, при цьому їх пріоритети періодично змінювалися в залежності від наявності родовищ і винайдення нових способів видобування цих металів.

Ці метали в найбільшій мірі відповідали вимогам універсального еквівалента (доволі рідкісні на Землі, міцні, компактні, гарні за зовнішнім виглядом). Однак, суттєвим недоліком була довільна форма металевих грошей (смуги, ножі, пластини, списи, кільця, підкови тощо). Так час поступово підвів до ідеї монети. На перших стадіях контрольні функції за еталоном монет належали духовенству, та згодом вони відійшли до рук держави. Запровадження монетних грошей дозволило докорінно спростити торговельні відносини, збільшити обсяг товарів, сприяло нагромадженню багатства, вело до соціальної диференціації суспільства та до конститування держав, що народжувалися у світі.

Нова форма організації людського суспільства поширила процеси уніфікації на ряд сфер суспільного життя (публічна влада, інститут її передачі, адміністративно-територіальний поділ, податкова система, регулярна армія, карбування монети тощо). Вимоги до «первісної валюти» трансформувалися у функції грошей доби цивілізації: 1) засоби обігу; 2) мірило вартості; 3) засоби збереження та заощадження. Згодом до традиційних функцій грошей долучилася ще одна – грошова одиниця відбивала зовнішню атрибутику держави, стала символом її могутності, суверенітету, а також мірилом економічного стану країни.

В історії суспільства кожному з «монетних» металів відводилася своя роль: золото призначалося для родової аристократії, урядовців, представників заможного купецтва; срібло – для середнього прошарку населення, мідь – для суспільних низів. Рівнем домінування в обігу монет, виготовлених із коштовних металів, визначався ступінь економічної могутності держави.

Однак, збільшення товарної маси і обсягів обміну товарів призвело до стрімкого зростання кількості металевих грошей, що вимагало колосальних витрат на їх карбування. Використання монет створювало також неабиякі проблеми при їх транспортуванні в значних обсягах для забезпечення розрахунків і постійно становило серйозну небезпеку для життя купців і їх супроводжуючих.

В основному, саме такі причини призвели до необхідності створення нових видів платіжних засобів, в якості яких в обігу і з'явилися паперові гроші. У різних частинах світу такі гроші виникали в різні часи і не завжди були сприйняті як надійний засіб платежу на довгий період. Наприклад, у Китаї перші паперові гроші з'явилися ще у IX ст. і проіснували до XVI ст., коли їм на заміну прийшли гроші металеві. У багатьох країнах у середні віки грошові знаки, виготовлені з паперу, з'являлися в обігу і зникали, поступаючись місцем золоту й сріблу. У країнах Європи виникнення паперових грошей датується XVII ст. У XX ст. останні закріпилися в обігу практично у всіх країнах.

У 60-х роках минулого століття, як засіб платежу, з'явилися пластикові картки, які швидко набули широкої популярності, особливо в економічно розвинених країнах, а пізніше з'явилися електронні гроші. Однак, роль паперових грошей залишається у світовій практиці дуже високою і тільки час зможе визначити їх подальшу долю.

## 1.2. Теорії грошей

Гроші є одним із основних феноменів економічного життя суспільства, що сприяє встановленню реальних зв'язків між господарюючими суб'єктами держави. Незважаючи на те, що з давнини грошам відводилась важлива роль в арсеналі методів господарського контролю, ставлення до них протягом XX ст. неодноразово змінювалося залежно від тієї ролі, яку гроші виконували в той чи інший період.

Під грошовим обігом розуміють рух коштів у готівковій та безготівковій формах, які обслуговують кругообіг товарів, нетоварні платежі та розрахунки в народному господарстві. На підставі сучасних грошових теорій у загальному вигляді кількість грошей в обігу визначається законом грошового обігу і залежить від суми цін товарів, їхньої кількості та швидкості обігу грошей.

Головним елементом економічної системи будь-якої країни є грошова система, під якою розуміють форми організації грошового обігу в державі, що склалися історично та закріплені в національному законодавстві. До складових грошової системи належать: грошова одиниця, масштаб цін, вид грошових знаків, що мають законну платіжну силу, – кредитні, паперові гроші, розмінні монети тощо, порядок емісії та обігу грошей, державні органи й установи, які здійснюють регулювання грошового обігу [194, с. 145].

Перші спроби визначити суть грошей та їхню роль у господарстві зробили античні філософи Аристотель, Ксенофонт і Платон. Тому можна вважати, що саме вони започаткували підвалини кількісної теорії грошей, яка остаточно сформувалася в XVI–XVIII ст. і вже кілька століть домінує в економічних теоріях багатьох наукових шкіл.

Кількісна теорія грошей ґрунтується на встановленні залежності рівня товарних цін від кількості грошей в обігу, що більш за все турбувало практиків і приваблювало науковців. Уперше гіпотезу про залежність рівня цін від кількості благородних металів висунув французький мислитель і державний діяч Жан Боден (1530–1596). У своїй праці «Відповідь на парадокси Мальструа...» (1568) Ж. Боден пояснював підвищення цін у Західній Європі в середині XVI ст. значними додатковими надходженнями дорогоцінних металів. Пізніше цю теорію підтримали й розвинули Джон Локк (1632–1704), Девід Юм (1711–1776), Шарль Луї Монтеск'є (1689–1755), Джеймс Мілль (1773–1836).

Так, Д. Юм у своїй праці «Про гроші» (1750) обґрунтував принцип, який у сучасній економічній літературі називають «постулатом однорідності»: подвоєння кількості грошей призводить до подвоєння абсолютного рівня цін, виражених у грошах, але не змінює відносних мінових співвідношень між окремими товарами.

Однак найбільш повно в класичній політичній економії кількісну теорію грошей розкрив Давід Рікардо (1772–1823), хоча його погляди й були двоякими. Як представник трудової теорії вартості, він визначав вартість грошей затратами праці на виготовлення їх, однак розумів, що протягом окремих проміжків часу вартість грошової одиниці змінюється залежно від зміни кількості грошових одиниць. Саме до цього висновку Д. Рікардо підштовхнуло знецінення в 1797 р. банкнот Банку Англії після відміни обміну їх на золото.

Теоретичні положення Адама Сміта (1723–1790), сформульовані в «Дослідженні про природу та причини багатства народів» (1776), щодо стихійного товарного походження грошей були повною мірою використані Д. Рікардо, тому в теорії грошей їхні прізвища завжди ставлять поруч.

Для повноти розгляду необхідно зазначити, що в період первісного накопичення капіталу виникла металістична теорія грошей, відповідно до якої гроші та дорогоцінні метали ототожнювалися. Першим представником цієї теорії називають французького вченого Ніколо Орема (Оресма) (1323–1382). Більш повно принципи металістичної теорії відображено в працях меркантилістів Вільяма Стаффорда (1554–1612), Томаса Мена (Мана) (1571–1641), Антуана де Монкретьєна (1575–1621), Антоніо Серра (XVI–XVII ст.).

Меркантилісти вважали дорогоцінні метали головним багатством нації, що повністю відображало погляди купців того часу. Принципів металістичної теорії грошей дотримувалися італійські економісти Джемініано Монтанарі (1633–1687), Фердинандо Галіані (1728–1789), а в XIX ст. німецькі економісти Карл Густав Адольф Кніс (1821–1898) та Вільгельм Лексіс (1837–1917), які хоча й не заперечували можливості обігу паперо-

вих грошей, але вважали за необхідне здійснювати обов'язковий обмін їх на дорогоцінні метали.

Погляди представників металістичної теорії грошей дуже довгий час були впливовими в багатьох країнах, у тому числі й у Росії на межі XIX–XX ст.

Розрізняють монометалізм (мідний, срібний, золотий) та біметалізм. Наприклад, мідний монометалізм існував у Римі в III–II ст. до н.е. Срібний монометалізм існував у Росії з 1843 р. до 1852 р., в Нідерландах – у 1847–1875 рр., в Індії – протягом 1852–1893 рр., а в Китаї аж до 1935 р. Золотий стандарт було запроваджено в кінці XVIII ст. у Великій Британії, в США – в 1900 р., в Росії та Японії – в 1897 р., в Німеччині – в 1871–1873 рр., Бельгії та Франції – в 1873–1874 рр., і вже наприкінці XIX ст. панував золотий монометалізм.

Пізніше золотий стандарт було замінено золотодевізним, а після Першої світової війни обмін банкнот на золото було повністю припинено. Практично з 30-х років XX ст. всі форми монометалізму було ліквідовано, хоча для регулювання грошового обігу всередині окремих країн центральні банки продовжували фіксувати золотий вміст національної грошової одиниці аж до початку 80-х років.

Однак, незважаючи на те, що металістичну теорію грошей за час її існування було реалізовано достатньо повно, в 60-х роках XX ст. у Франції виникла течія неометалістів, представлена такими вченими як Ж. Рюеф (1896–1978) і А. Тулемон та їхніми послідовниками.

На противагу металістичній теорії в XVII–XVIII ст. систематизованого розвитку набула номіналістична теорія грошей, представники якої Ніколас Барбон (1640–1698), Джон Беллерс (1654–1725), Джордж Берклі (1685–1753), Джеймс Стюарт (1712–1780) розглядали гроші як умовні знаки, що не мають внутрішньої вартості. Зв'язок грошей із золотом та сріблом, відповідно до принципів цієї теорії, розривався, а за грошима визнавалася тільки функція масштабу цін.

Найбільш повно номіналістична теорія відображена в державній теорії грошей, яка виникла на початку XX ст. і була запропонована німецьким економістом Георгом Фрідріхом Кнаппом (1842–1926) у дослідженні «Державна теорія грошей» (1905). У цій теорії гроші визнаються «творінням закону», а їхня вартість має суто номінальне значення. Цінність грошової одиниці, на думку Г. Кнаппа, визначає держава, а тому інфляція не пов'язана зі змінами грошової маси, індекси цін не відображають зміни купівельної спроможності грошей, а валютний курс є результатом політики держави. Головний недолік державної теорії грошей полягає в заміні економічних законів юридичними категоріями, внаслідок чого функція грошей як засобу платежу абсолютизується і визнається єдиною.

Поряд із «юридичним» варіантом державної теорії грошей розвивався «економічний», запропонований австрійським економістом Ф. Бендіксом і підтриманий німецьким економістом К. Ельстером, відповідно до якого гроші визнавалися умовними знаками вартості, що відіграють допоміжну роль засобу розрахунків, відображають мінові пропорції та є «асигнуваннями зустрічних послуг». Висуваючи теорію «господарської спільноти» та «обміну послугами», вони розглядали гроші як символи, що дають право на привласнення певної частки матеріальних благ. Окрім того, значну увагу представники цього напрямку приділяли проблемам державного регулювання валютних курсів, пропонуючи урядам країн укласти угоду про спільне підтримання «договірного паритету».

Кількісну теорію грошей можна вважати універсальною, оскільки вона має досить багато відгалужень. До певної міри таким відгалуженням можна вважати й державну теорію грошей, особливо в економічному варіанті, а також банківську та грошову школи, неокласичну теорію грошей і теорії останніх років.

Банківська школа, як самостійний напрямок англійської політичної економії, сформувалася у XVIII–XIX ст. Представники цієї школи вважали, що для банкнот важливе не металічне забезпечення, а кредитне, і випуск банкнот не можна законодавчо обмежувати. Ці погляди підтримувала торговельно-промислова буржуазія, зацікавлена в широкому розвитку кредитних відносин і збільшенні кредитних засобів обігу.

Представники банківської школи – англійські економісти Томас Тук (1774–1858) і Джон Фуллартон (1780–1849) посилалися на те, що банкноти випускаються в порядку кредитування відповідно до потреб у грошах для господарського обороту і регулярно у вигляді погашення позик повертаються до емісійних банків, а тому кількість їх не може перевищувати потреби обігу в грошах.

Основною науковою працею Т. Тука є «Історія цін і стан обігу...» (1837–1857) у 6-ти томах. Широко відомий «12-й принцип» Т. Тука полягає в тому, що ціни товарів не залежать від кількості грошей, а, навпаки, зміна суми засобів обігу є наслідком зміни цін. Таким чином, абсолютизується зворотна залежність – від ціни до грошей.

Джон Фуллартон присвятив свої наукові праці, головною серед яких є «Регулювання грошового обігу» (1844), проблемам кредиту й грошового обігу і виступив за розмежування функцій грошей як засобу обігу та як засобу платежу.

Представники грошової школи (currency school) – англійський економіст, банкір і політик лорд Оверстон (Семюел Джонс Лойд) (1796–1883) та англійський економіст Роберт Торренс (1780–1864) вважали, що шляхом жорсткої регламентації банкотної емісії можна регулювати купівельну спроможність грошей і запобігати економічним кризам. Погляди прибіч-



ників грошової школи було покладено в основу акта Роберта Піля 1844 р., за яким обмежувалася емісія незабезпечених золотом банкнот Банку Англії. Ґрунтуючись на кількісній теорії грошей, представники грошової школи вважали, що все золото, яке ввозиться до країни, має надходити в обіг, тим самим збільшуючи грошову масу та підвищуючи рівень товарних цін, тому економічні кризи можна подолати шляхом випуску в обіг паперових грошей на суму золотого запасу емісійного банку. Регулювання грошової маси в обігу ставилося в залежність від регулювання резерву дорогоцінних металів, тому представники грошової школи виступали за законодавче обмеження банкнотної емісії.

Неокласична теорія грошей, представниками якої були Вільям Стенлі Джевонс (1835–1882), Карл Менгер (1840–1921), Марі Еспрі Леон Вальрас (1834–1910), Фрідріх Візер (1851–1926), Ейген Бем-Баверк (1851–1914), Альфред Маршалл (1842–1924), Артур Сесіл Піґу (1877–1959), Михайло Іванович Туган-Барановський (1865–1919), сформувалася в останній третині ХІХ ст. і включала як складову кількісну теорію грошей. Представники неокласичної теорії вбачали роль грошей тільки у визначенні рівня цін, хоча погляди багатьох із них були досить строкатими. Практично всі науковці цієї школи були прибічниками теорії «граничної корисності», що й зумовило їхні підходи до досліджень грошового обігу та фінансів. Нашого співвітчизника М.І. Туган-Барановського вважають основоположником номіналістично-кількісної теорії грошей. У своїй основній праці «Паперові гроші та метал» (1917) він сам називав себе послідовником Т. Тука, хоча пішов значно далі. Широко відомі математичні моделі Л. Вальраса, які пережили своє відродження в наукових працях представників математичної школи в 50–60-х роках ХХ ст., а також практична діяльність А. Піґу в 1924–1925 рр. у Комітеті Н. Чемберлена з питань грошового обігу, внаслідок чого на короткий період у Великобританії було відновлено золотий стандарт.

На початку ХХ ст. кількісна теорія грошей домінувала в політичній економії і посіла чільне місце в неокласичній теорії відтворення. Найпопулярнішими були два варіанти кількісної теорії грошей: трансакційний (англ. transaction – угода) та кембриджський.

Трансакційний варіант, запропонований американським економістом Ірвінгом Фішером (1867–1947) у праці «Купівельна спроможність грошей» (1911), широко відомий як «рівняння обміну» або «формула Фішера»:

$$MV=PQ, \tag{1}$$

- де М – кількість грошей в обігу;
- V – швидкість обертання грошей;
- Q – кількість реалізованих товарів;
- P – середня ціна одиниці товару.

І. Фішер вважав, що для короткострокових періодів  $Q$  та  $V$  є стабільними, а тому між  $M$  і  $P$  існує прямо пропорційна залежність.

Кембриджський варіант («теорія касових залишків») кількісної теорії грошей набув розвитку в працях А. Маршалла, А. Пігу, Д. Робертсона. У цьому варіанті акцент зроблено не на швидкості обігу грошей, а на накопиченні їх у господарських суб'єктів. Головний принцип можна виразити формулою:

$$M=kPQ, \quad (2)$$

де  $M$  – кількість грошей;

$P$  – рівень цін;

$Q$  – фізичний обсяг товарів, що вводяться до складу кінцевого продукту;

$k$  – частка річного доходу, яку учасники господарського обороту бажать зберігати в грошовій формі. Показник  $k$  визначається так:

$$k = \frac{I}{V} \quad (3)$$

Головна відмінність транзакційного та кембриджського підходів полягає в тому, що І. Фішер пов'язував стабільність швидкості обігу грошей з незмінністю інституціональних чинників обігу, а «кембриджська школа» – із психологією учасників господарського обороту. Однак за обох підходів висновок один і той самий: зміна кількості грошей в обігу є причиною і ніколи не є наслідком зміни цін.

Незважаючи на переваги кількісної теорії грошей над іншими концепціями, в 20–40-х роках ХХ ст. вона пережила деякий занепад, поступившись кейнсіанській теорії державних фінансів, грошей та грошово-кредитного регулювання.

Кейнсіанська теорія державних фінансів, названа ім'ям видатного американського економіста Джона Мейнарда Кейнса (1883–1946) і започаткована ним, а потім доповнена й розвинена кейнсіанцями та неокейнсіанцями Дж. Хіксом, А. Хансеном, П. Семюельсоном, А. Лернером, Р. Масгрейвом, Г. Екклі, У. Хеллером, Дж. Пекменом та іншими, панувала в 40–70-х роках ХХ ст. і виходила з необхідності управління державним бюджетом через норму прибутку, норму відсотка та фіскальну політику.

На основі цих принципів паралельно з теорією державних фінансів Дж.М. Кейнс у 20–30-х роках ХХ ст. запропонував відповідну теорію грошей та грошово-кредитного регулювання. У ранніх працях («Трактат про грошову реформу», 1923) він дотримувався кількісної теорії грошей і певною мірою був послідовником Г. Кнаппа, заперечуючи товарну природу грошей. Кількість готівки він визначав як добуток рівня цін на споживчі товари та кількості «одиниць споживання». Більш ускладнений варіант цієї формули включав ще й банківські депозити.

Пізніше, вдосконалюючи свою теорію, Кейнс поділив грошові потоки на ті, що обслуговують «інвестиційні товари» і «споживчі товари». Але врешті-решт дійшов висновку, що збільшення грошової маси в обігу може позитивно вплинути на рівень цін тільки в умовах повної зайнятості трудових і виробничих ресурсів. Тому головною причиною економічної кризи Кейнс вважав нестачу платоспроможного попиту або ж підвищення схильності до накопичення.

Важливою складовою теорії Кейнса є його теза про «перевагу ліквідності», згідно з якою господарючі суб'єкти мають схильність накопичувати не тільки запаси платіжних засобів, а з метою страхування ризиків, пов'язаних із невизначеністю умов господарювання, додатково створюють ще й спекулятивні залишки. Обсяг таких залишків залежить від коливань ринкової норми відсотка, яка, на думку Кейнса, є «психологічним феноменом», що залежить від попиту на касові залишки. Змінюючи кількість грошей в обігу і таким чином впливаючи на «перевагу ліквідності», держава може регулювати норму відсотка, стимулюючи або стримуючи інвестиційні процеси. Тому практично вже Кейнс рекомендував урядам здійснювати інфляційну політику шляхом емісії додаткових платіжних засобів з метою зниження норми відсотка.

Грунтуючись на досвіді Великої депресії, Кейнс дійшов висновку, що норма відсотка може виявитися нечутливою до збільшення обсягів грошової маси, а тому її неможливо знизити до необхідного рівня, який би, у свою чергу, дав поштовх розвитку виробництва. Це явище було названо «абсолютною перевагою ліквідності» або «ліквідною пасткою». За таких умов з метою компенсації нестачі приватних капіталів Кейнс рекомендував урядам збільшення витрат державного бюджету. Тому, досліджуючи кейнсіанську теорію грошей, необхідно мати на увазі, що вона є невід'ємною складовою теорії державних фінансів.

Однак, незважаючи на позитивні риси кейнсіанської теорії та могутні зусилля некейнсіанської школи, протягом 60–80-х років ХХ ст. відбувається відродження кількісної теорії грошей у вигляді нової концепції – монетаризму, навколо якого вже зламано чимало списів і, мабуть, суперечки, наукові пошуки, політичні дискусії ще будуть точитися досить довго.

Переважає більшість науковців визначають монетаризм як економічну теорію, згідно з якою кількість грошей в обігу є головним чинником формування господарської кон'юнктури. Теорія встановлює прямий зв'язок між зміною кількості грошей в обігу та обсягом внутрішнього валового продукту.

Монетаризм виник у США в 50-х рр. ХХ ст. і спочатку мав назву «чиказької школи», а його основоположником став Мілтон Фрідман – лауреат Нобелівської премії з економіки 1976 р. (1912–2006 рр.).

Головними елементами концепції М. Фрідмана є:

- кількісна теорія грошей;
- монетарна теорія економічних циклів, згідно з якою основні коливання господарської кон'юнктури визначаються попередніми коливаннями обсягів грошової маси;
- механізм впливу грошей на реальні фактори відтворювальних процесів через рівень товарних цін, а не норму відсотка, як вважали кейнсіанці;
- теза про неефективність державних заходів щодо економічного регулювання через наявність мінливих затримок (лагів) між зміною грошових показників і реальних факторів виробництва;
- монетарне правило (правило К-відсотків), яке вимагає автоматичного збільшення грошової маси в обігу щорічно на 4–5%, незалежно від економічного стану, фази циклу тощо;
- система «плаваючих» валютних курсів для саморегуляції зовнішньоекономічної рівноваги.

Основні положення монетаризму опубліковані М. Фрідманом у таких працях: «Дослідження в галузі кількісної теорії грошей» (1956), «Монетарна історія Сполучених Штатів, 1867–1960» (1963, у співавторстві з А. Шварц) та «Монетарні тенденції в Сполучених Штатах і Великій Британії» (1982, у співавторстві з А. Шварц).

Починаючи з 70-х років ХХ ст., теорію монетаризму практично було втілено в багатьох країнах світу, а основними представниками цієї наукової школи стали А. Шварц, К. Бруннер, А. Мельцер, Д. Лейдлер, Ф. Кейген та інші.

Характеризуючи роль монетаристів у становленні теорії грошей, Дж. Тобін зауважує, що в їхній теорії гроші стали центральним елементом господарської системи, який визначає стан економічної кон'юнктури і весь хід відтворювального процесу. Саме Тобіну належать три фрази, що характеризують еволюцію теорії грошей від класиків до монетаристів [219, с. 20]:

- 1) гроші не мають значення (money does not matter);
- 2) гроші також мають значення (money does too matter);
- 3) гроші – це все, що має значення (тільки гроші мають значення – money is all that matters).

Продовжуючи логіку Дж. Тобіна, відповідно до концепцій монетаристів, можна висунути ще одне гасло сучасного підходу до оцінки цінності та значення грошей у суспільному житті: тільки гроші мають деяке значення ( гроші – це все, що може мати значення – money is all that can matter something).

Монетаристи переконливо довели, що гроші «мають значення», і виступили з активною пропагандою «стійких грошей» (stable money). «Значення стабільності грошей, – зазначають А. Бордо та А. Шварц, – пов'язане з важливим незалежним впливом грошових зрушень на наступний хід

економічної активності. Якби гроші не мали значення або спричиняли другорядний вплив на зміну потоку витрат, доходів і цін, стабільність грошей не приковувала б такої пильної уваги» [219, 118].

Існують точки зору, що монетаризм є лише політичною концепцією, а не економічною теорією. Так, відомий англійський економіст Пітер Браунінг пише: «Дивно, що теорія, яка хоча й має надзвичайну політичну привабливість, але водночас має й чітко виражені недоліки, змогла посісти ключове місце в урядовій програмі» (Великої Британії. – *Авт.*) [15].

В.М. Усоскін у книзі «Грошовий світ» Мілтона Фрідмана» зазначає: «Основні зміни, що відбулися за останні 10–15 років, пов'язані в основному зі розростанням і ускладненням правоконсервативних течій, до яких разом з монетаризмом включають «сеплай-сайд економікс» (економіка пропозиції) та школу нових класиків. Названі школи мають спільну ідейно-філософську платформу, між ними немає чіткого водорозділу.

Невипадково деякі автори, наприклад С. Руссіс, вважають монетаризм грошовою фракцією «сеплай-сайд економікс», інші трактують вчення нових класиків як відгалуження монетаризму (А. Лейонхувуд)» [219].

З нашого погляду, заслуговує на увагу думка Тіма Конгдона, висловлена в книзі «Монетаризм»: «Монетаризм не є політично нейтральним. Його можна розглядати як економічне обґрунтування ідей ліберального консерватизму. Неможливо уявити, що монетаристи можуть бути прибічниками якоїсь іншої політичної лінії, окрім тієї, що здійснюється відповідно до найбільш правих поглядів» [15].

На сьогодні монетаристська течія не є однорідною, а, за класифікацією П. Браунінга, поділяється на три відгалуження: неокласики, градуалісти, прагматики [15, с. 150–153].

Монетаристи-неокласики – це найрадикальніша група послідовників М. Фрідмана, які стоять на позиціях абсолютної гнучкості цінового механізму та відповідної ефективності монетарної політики.

Монетаристи-градуалісти вважають, що еластичність цінової складової недостатня, тому висувують завдання ступінчастого зниження темпів інфляції. Мова йде про реалізацію політики грошового градуалізму (*monetary gradualism*), яка передбачає поступове й стабільне уповільнення темпів зростання грошової маси в період розвитку інфляційних процесів.

Монетаристи-прагматики помірковано ставляться до жорсткого регулювання грошової маси в обігу, рекомендуючи з метою стримування інфляції використовувати додатково ще й фінансові важелі стримування доходів. І в цьому концепція прагматиків збігається з поглядами кейнсіанської школи.

З нашого погляду, в Україні в останні кілька років протягом різних проміжків часу реалізуються саме концепції градуалістів і прагматиків.

Однак, до цього ми розглядали переважно політекономічні аспекти теорії монетаризму. З практичного погляду питання стоїть в іншій площині: що контролювати – попит чи пропозицію грошей, а відтак – депозити чи кредити (активи чи пасиви)? Наприклад, у Великій Британії протягом 70-х років основну увагу практиків було зосереджено на контролі та управлінні активами, і тільки з 1979 р. акценти змістилися в бік контролю за борговими зобов'язаннями банків. Треба зазначити, що основні положення монетаризму запроваджувалися не беззастережно. М. Фрідману знадобилося багато часу для популяризації своїх ідей як у наукових, так і в політичних колах, а ефективний механізм управління грошовою масою в обігу формувався повільно й обережно.

У 70–80-х роках центральні банки переважної більшості країн світу основну увагу приділяли стабілізації темпів приросту грошової маси в обігу, запроваджуючи так зване таргетування грошової маси – встановлення верхньої та нижньої меж зміни грошових агрегатів на певний період часу. В США та Німеччині таргетування було запроваджено на початку 70-х років ХХ ст., в Канаді – у 1975 р., у Франції та Великій Британії – у 1977 р., в Японії – у 1978 р. В Україні грошові агрегати вперше було розраховано в 1995 р.

У США використовуються чотири грошові агрегати: М1 (готівка і дорожні чеки, депозити до запитання, рахунки НАУ та подібні чекові рахунки, що приносять процентний дохід); М2 (М1 плюс ощадні вклади та депозитні рахунки грошового ринку, невеликі строкові депозити (до 100 000 доларів США) та залишки на рахунках фондів у взаємному користуванні роздрібно грошового ринку за виключенням індивідуальних пенсійних рахунків та залишків на пенсійних рахунках самозайнятих осіб); М3 (М2 плюс великі строкові депозити (100 000 доларів США і більше), залишки на рахунках інституційних фондів грошового ринку, репо угоди, євродолари) до 1998 р. розраховувався агрегат L (М3 плюс короткострокові векселі казначейства, комерційні векселі, ощадні облігації та банківські акцепти).

Національний банк України у своїй практичній роботі розраховує чотири грошові агрегати:

М0 – готівкові кошти в обігу поза депозитними корпораціями;

М1 – агрегат М0 та переказні депозити в національній валюті;

М2 – агрегат М1 та переказні депозити в іноземній валюті й інші депозити;

М3 – агрегат М2 та цінні папери, крім акцій.

Окрім того, довідково розраховується показник «грошова база», який включає готівку в обігу і касах комерційних банків, обов'язкові резерви та кошти на кореспондентських рахунках банків.

За станом на 01.06.2008 р. наявна готівка в обігу (М0) становила 118,8 млрд. грн. і зросла порівняно з 1997 р. майже у 20 разів. Грошова маса (М3) дорівнювала 429,7 млрд. грн. і збільшилася за той же період у 34 рази.

У вітчизняній науковій літературі окремі аспекти сучасних підходів до теорії грошей висвітлено у працях А.С. Гальчинського, А.А. Гриценка, Б.С. Івасіва, О.І. Лаврушина, А.М. Мороза, С.В. Науменкової, М.І. Савлука, М.І. Туган-Барановського, А.А. Чухно та інших відомих економістів.

Однак, огляд теорії грошей був би недостатньо повним, якби ми залишили поза увагою досить своєрідні, а інколи й суперечливі погляди англійського економіста й філософа, лауреата Нобелівської премії з економіки 1974 р. Фрідріха Августа фон Хайєка (1899–1992).

У вітчизняній літературі його спадщина ще мало досліджена. І хоча Хайєка вважають прибічником відкритого суспільства, його наукові праці критикувалися на Заході та замовчувалися на Сході. У російських перекладах перші його філософські й економічні праці з'явилися лише в 90-х роках ХХ ст. Це, зокрема, «Дорога до рабства» та «Приватні гроші» [258].

Найбільший інтерес для теми нашого дослідження має праця «Приватні гроші» [221], в якій чітко висловлено головну ідею Ф.А. Хайєка, названу ним своїм власним відкриттям, – денационалізацію грошей.

Однак розгляд грошової теорії Хайєка неможливо розпочати, не сказавши про його концепцію ринку, яка побудована за принципом *laissez faire*, тобто повного невтручання держави в економічні процеси<sup>1</sup>, і є системою обміну знаннями. Найбільших успіхів, на його думку, може досягти лише та економічна система, яка зможе виявити, концентрувати й використати розпорошені в суспільстві знання. Координацію дій господарюючих суб'єктів можна здійснити на основі ринкових цін, які повідомляють учасникам ринку необхідну для прийняття рішень інформацію, та конкуренції, яка для суспільства є «процедурою відкриття нового» і головним елементом концепції «філософії свободи» Хайєка: чим відкритішою і вільнішою від втручання держави є економіка, тим більше економічних відкриттів може зробити вільна творчість людей. Це настільки радикальний підхід, що він практично не обговорюється ні в колах економістів, ні політиків і межує з економічним анархізмом. Причину цього сформулював сам автор: «Дві запропоновані мною різні реформи економічного й політичного устрою насправді взаємодоповнюють одна одну: тип грошової системи, яку я пропоную, можливий лише за умови обмеженого правління, а обмеження влади уряду може вимагати, щоб він був позбавлений і монополії на емісію грошей» [221].

---

<sup>1</sup> Принципу *laissez faire* дотримуються значна кількість сучасних економістів та фінансистів, зокрема Дж. Сорос.

Таким чином, виступаючи за вільний ринок зі стабільними цінами, де немає безробіття й інфляції, а також усвідомлюючи недоліки концепції монетаристів (особливо відоме «правило К-відсотків»), Хайєк визнавав себе прибічником кількісної теорії грошей і намагався створити багатовалютну грошову систему, в якій конкуренція грошових одиниць дасть змогу одній або кільком валютам стати стабільними та створити такі умови, за яких будуть неможливими ні інфляція, ні дефляція [221, с. 160].

Нагадаємо, що становлення концепції денационалізації грошей (приватних грошей) відбувалося на тлі краху Бреттон-Вудської валютної системи та пошуку нової, якою стала Ямайська система. Згодом була запроваджена розрахункова грошова одиниця СПЗ (спеціальні права запозичення), створена Європейська валютна система й запроваджено євро. Значно посилюються позиції монетаристів, за висловом Хайєка: «...школи теоретиків, яка шляхом професійного зрадництва або з невігластва купила собі тимчасову популярність», а тому запропонований ними «...політичний контроль за грошовою масою затаїв у собі занадто велику небезпеку для всього ринкового устрою» [221, с. 158–159]. Ще свіжими були спогади про еру «золотого стандарту», панування якої, за Хайєком, було єдиним стабільним періодом розвитку промисловості.

Ф.А. Хайєк, як прибічник вільного ринку та послідовник представників неокласичної теорії грошей К. Менгера, Л. Вальраса, А. Маршалла, виступав за відміну валютного контролю та свободу вибору валют, за вільну банківську діяльність (спираючись на банківські системи Франції та Німеччини середини ХІХ ст., в яких комерційні банки мали право емісії банкнот, а в США – аж до 1914 р.), а також проти запровадження грошових агрегатів, використання облікової ставки центрального банку та будь-яких інших форм грошово-кредитного регулювання, вважаючи, що «...монополія урядів на випуск грошей не є ні необхідною, ні корисною» [221].

Таке переконання логічно впливало з тези: «коли досліджуєш історію, не перестаєш дивуватися тому, як довго люди мирилися з урядами, які протягом 2000 років користувалися виключною владою для того, щоб постійно експлуатувати й обманувати їх» [221].

Виходячи з концепції ринку як системи обміну інформацією, Хайєк вважав: «Гроші не є інструментом політики, яка може досягти точних передбачуваних результатів шляхом контролю за кількістю їх. Вони мають бути частиною саморегульованого механізму, що спонукає людей постійно пристосовувати свою діяльність до обставин, інформацію про які вони одержують тільки через абстрактні цінові сигнали» [221, с. 166].

Пропонуючи багатовалютну грошову систему на основі надання багатством комерційним банкам права випуску грошей, на що його надихав приклад британського уряду, який у 1694 р. продав Банку Англії обмежену монополію на емісію банкнот, Хайєк по-своєму трактував поняття



грошей: «Гроші цінуються настільки, наскільки їх вважають рідкісним ресурсом. З цієї причини вони, ймовірно, будуть прийматися за оголошеною вартістю. І будь-які гроші, якими користуються люди добровільно тільки завдяки переконанню, що емітент буде зберігати кількість їх обмеженою, і які прийматимуть лише доти, доки емітент виправдовує цю довіру, будуть чим далі, тим більше підтверджувати, що їх можна приймати за встановленою вартістю. Люди знатимуть, що ризик, на який вони наражаються, тримаючи ці гроші, менший, ніж ризик створення запасу будь-якого іншого ресурсу, про який вони не мають спеціальної інформації» [221, с. 180].

Визначаючи гроші як звичайний товар, Хайек вважав, що вони мають випускатися в обіг, як й інші товари, на конкурентній основі. При цьому на основі конкуренції валют відбудеться відбір їх і залишиться одна валюта, яка найкраще буде виконувати функцію грошей. «Я не здивуюсь, якщо на значному просторі для звичайних угод буде використовуватися лише одна валюта, доки потенційна конкуренція змушуватиме емітента зберігати її стабільність» [221, с. 187]. «Згадаймо про мільярди неврахованих доларових банкнот, що, безперечно, перебувають у приватних руках по всьому світу» [221, с. 139].

За такого підходу можна провести аналогію з первісними часами, коли золото і срібло, виділившись серед інших товарів, почали виконувати функції грошей. Взагалі, в історії розвитку грошових відносин можна знайти багато прикладів, що підтверджують певні положення Хайєкової теорії. Це, зокрема, рішення уряду Еквадору запровадити замість сукре як національну грошову одиницю долар США, дозвіл вільного паралельного обігу іноземних валют в Аргентині, паралельне використання кількох валют у прикордонних областях, туристичних центрах тощо. Згадаймо власний досвід використання іноземних валют і множинності валютних курсів.

Але ідея Хайєка полягає не в тому, щоб запровадити в обіг якомога більше «приватних грошей». Головне – забезпечити стабільність грошової одиниці, стабільні ціни та стабільне функціонування грошово-кредитного ринку й банківської системи. Актуальність цих проблем постає дуже гостро, про що пише і Дж. Сорос у своїй книзі «Криза світового капіталізму» (1998), теж висловлюючи стурбованість з приводу розладу фінансової системи, переживання за «долю вільної цивілізації» [206, с. 213].

Як прихильник кількісної теорії грошей, хоча й у своєрідній формі, Хайек, виступаючи за стабільність цін, вважав, що швидкість обігу грошей для тривалих проміжків часу є величиною стабільною, а тому пропонував забезпечувати такі умови, «...щоб кількість грошей... утримувалася на такому рівні, за якого люди намагалися б скоротити або збільшити свої витрати з метою пристосування розмірів залишків готівки до мінливих переваг ліквідності» [221, с. 133].

Якщо цю тезу виразити через рівняння обміну, то одержимо  $M=Q$ , тобто кількість грошей в обігу буде пропорційною фізичним обсягам виробництва. Це логічно підтверджується тим, що в запропонованій багатовалютній системі поняття попиту на гроші немає; попит і пропозиція окремих валют будуть збігатися, а також не буде єдиної кількості грошей, яку можна було б вважати вирішальним фактором при визначенні їхньої вартості» [221, с. 129]. Хайек переконаний, що з часом «...ми зможемо розраховувати на пропозицію надійних грошей не завдяки добрим намірам урядів, а внаслідок дотримання банками своїх власних інтересів» [221, с. 213].

Ми намагалися, хоча й коротко, але якомога повніше викласти концепцію «приватних грошей». Слід було б сказати й про те, що Ф.А. Хайек у 1970-х роках відновив теорію «нейтральних грошей» відомого шведського економіста Кнута Вікселля (1851–1926), яка набула поширення в економічній теорії й практиці останніх років, чітко розмежував грошову та фінансову політику, різко негативно ставився до запровадження єдиної європейської валюти, називаючи її утопією [221, с. 143]. З погляду сучасного економіста, в «приватних грошах» є певні протиріччя, незрозумілі з позицій сьогодення, але сам пошук стабільних грошей в умовах вільного ринку ставить Ф.А. Хайека в один ряд з найвидатнішими економістами ХХ ст. Разом з ним будемо сподіватися, що його «...радикальна позиція стосовно грошей, імовірно, буде реалізована як частина більш суттєвих змін нашої політичної системи» [221, с. 137].

Розвиток теорії грошей започаткував у першій третині ХХ ст. новий напрямок економічних досліджень – розробку грошово-кредитних теорій циклу, головною тезою яких є визнання грошово-кредитних чинників основною причиною циклічних коливань господарської кон'юнктури. Розробку цих теорій, які практично стали основою політики грошово-кредитного регулювання, що здійснюється сьогодні центральними банками багатьох країн світу відповідно до положень монетаризму, розпочав англійський економіст, представник кембриджської школи Ралф Джордж Хоутрі (1879–1975), який паралельно з Дж.М. Кейнсом, а частково інакше, ніж він, обґрунтував теорію циклів і криз та методи грошово-кредитного регулювання як інструмент антициклічного управління. Зміну відсоткової ставки та розміру кредиту Р.Дж. Хоутрі розглядав як інструмент управління інвестиційними процесами, стабілізації економічного циклу та досягнення збалансованого економічного зростання.

Представники грошово-кредитних теорій циклу розглядали економічні цикли як суто монетарне явище, ототожнюючи зміну кон'юнктури з коливаннями грошового попиту на товари: циклічний підйом пов'язаний з посиленням інфляційних процесів, а спад – з дефляційними. У зв'язку з цим сподівання на економічний підйом були пов'язані з розширенням

кредитної експансії, а спад відповідав умовам згорання кредитування банками підприємств.

Передумовою неминучого спаду І. Фішер вважав подальше розширення банківського кредитування у фазі підйому, Ф.А. Хайск – надлишкові інвестиції за рахунок кредитів, оскільки вони, крім усього, призводять ще й до примусових заощаджень, а Йозеф Шумпетер (1883–1950), хоча й визнавав кредит чинником криз, однак покладав на нього великі надії, оскільки вважав його головним джерелом фінансування науково-технічних новацій та стимулювання розвитку науково-технічного прогресу.

Одним із напрямків грошово-кредитних теорій циклу є монетарні теорії перенакопичення капіталу, представниками яких були К. Вікселль, Л. Мізес, Ф. Хайек. Наприклад, останній рекомендував з метою протидії економічним кризам скорочення заробітної плати робітників та збільшення заощаджень багатих верств населення.

М. Фрідман взагалі вважав кризи випадковим явищем. Уряди, дотримуючись його правила К-відсотків, тобто щорічного збільшення грошової маси на 3–4%, можуть повністю уникнути не тільки циклічних коливань економічного розвитку, а й самих криз.

Однак найбільш повно сучасні погляди на циклічні коливання висловив Дж. Сорос, який, ґрунтуючись на досвіді останніх двох десятиліть ХХ ст., пов'язує кризові явища з глобалізацією фінансових ринків, наслідком чого є недоліки в розвитку світової банківської системи, загострення проблем як в окремих країнах, так і між ними (особливо між «периферією» та «центром»), нестабільність міжнародних кредитних і валютних ринків, а також нездатність міжнародних монетарних органів забезпечити організацію єдиної політики на міжнародних фінансових ринках. Хоча Дж. Сорос і є прибічником відкритого суспільства, його рецепти подолання криз носять суто адміністративний характер і стосуються посилення грошово-кредитного регулювання фінансового ринку з боку міжнародних фінансових інституцій, зокрема, Міжнародного валютного фонду, який після реформування міг би функціонувати як міжнародний центральний банк, виконуючи всі регулятивні та контрольні функції, притаманні центральному банку.

Аналізуючи теорії грошей (порівняльну схему наведено в додатку 1), можна зробити висновок, що різні економічні школи намагалися розв'язати одну й ту ж проблему: забезпечити стабільність грошей. Спочатку це була боротьба з псуванням монет, потім – дискусії про переваги золотих і паперових грошей, далі – про стабільні ціни, а потім – намагання захистити гроші від інфляції. На сьогодні розв'язання проблеми стабільних національних грошей, окрім інфляції, пов'язане ще й з нестабільністю валютних курсів та міжнародної фінансової системи. У зв'язку з цим винятково важливого значення набувають проблеми визначення вартості

грошей, формування попиту на них та їх пропозиції, а також розробки та реалізації надійної національної системи грошово-кредитного регулювання, яка б забезпечувала стабільний і динамічний розвиток економіки нашої країни.

### **1.3. Проблеми оцінки вартості грошей у сучасній економічній теорії**

Одним із найважливіших і найскладніших питань сучасної концепції грошей є визначення їх вартості або, як трактує сучасна теорія, – їх цінності. На вирішення цього питання були спрямовані зусилля визначних економістів усього світу, починаючи з XIX ст. і до теперішнього часу: від представників «державної теорії грошей», марксистів, кейнсіанців до неомонетаристів.

Основні підходи до визначення цінності грошей були закладені ще в кінці XIX – на початку XX ст. у працях відомих представників «державної теорії грошей» Г. Кнаппа, Ф. Бендіксена, К. Ельстера та ін., які розглядали гроші як «продукт правопорядку», цінність якого встановлюється державою незалежно від вартості інших товарів чи їх співвідношень. Такий підхід був достатньо логічним і певною мірою доцільним в умовах тісного зв'язку паперових грошей із золотом. За таких умов втручання держави у сферу грошового регулювання було очевидним, а вартість грошей залишалася відносно стабільною, що й сприяло значному поширенню зазначеної теорії та її тривалому практичному застосуванню майже до початку 1950-х років.

Однак, починаючи з середини 1970-х років, після демонетизації золота та переходу до концепції монетаризму, світова економіка зіткнулася з проблемою інфляції, яка набула загрозливого характеру, знецінюючи повноцінні гроші та знижуючи їх вартість. За таких умов пряме державне регулювання грошового обігу стало неможливим, а «державна теорія грошей» втратила свою актуальність.

Найбільш продуктивною для свого часу та довготривалою у використанні виявилася марксистська теорія грошей, яка базувалася на їх товарній природі та абсолютизувала її. Виходячи з позицій теорії трудової вартості, К. Маркс визначав гроші як «кристалізацію мінової вартості», а їх вартість – вартістю абстрактної суспільної праці. «Складність, – писав К. Маркс, – полягає не в тому, щоб зрозуміти, що гроші є товаром, а в тому, щоб з'ясувати як і чому товар стає грошима».

Поняття грошей у К. Маркса та його послідовників, які з різним ступенем деталізації та модифікації підтримують цю теорію й сьогодні, отожднюється з золотом як товаром, оскільки відповідно до теорії трудової вартості золото має споживчу вартість і вартість. Причому, перша якість – вартість – подвоюється: з одного боку, золото – це звичайний товар, вико-

ристовуваний у техніці та побуті, з іншого, – воно має загальну, додаткову формальну споживчу вартість, яка полягає у здатності перетворюватися в будь-який необхідний людям товар. Тобто як вартість гроші виражають вартість всіх інших товарів і є загальним еквівалентом, а їх сутність знаходить свій прояв у функціях грошей.

Після демонетизації золота, коли остаточно було втрачено зв'язок між цінами на золото та цінами інших товарів, концепція трудового походження вартості грошей повністю вичерпала себе, хоча останнім часом, особливо у зв'язку зі світовими фінансовими кризами, все частіше чути голоси деяких науковців щодо необхідності повернення до золотого стандарту чи якихось його аналогів. Однак зазначимо, що практично таке повернення, навіть на якійсь новій якісній основі вже неможливе через трансформацію природи самих грошей та втрату ними свого товарного походження.

Як зазначає академік Чухно А.А., «...у процесі тривалої історичної взаємодії золота і банкнот, кредитних грошей перемогли останні, стався перехід від грошей-товару до кредитних грошей, грошей-капіталу. Золото через свою природну обмеженість за темпами приросту його видобутку не відповідало темпам і масштабам зростання економіки і товарообігу у ХХ столітті. Позиковий капітал як органічний елемент суспільного капіталу, будучи тісно пов'язаний з виробничим і торговим капіталом, зростає разом із суспільним капіталом. Тому кредитні гроші як форма руху позикового капіталу перебувають у відповідності з потребами економіки в платіжних і розрахункових засобах. Усе це свідчить, що перехід від грошей-товару до грошей-капіталу, будучи глибокою, революційною зміною в грошах, відкрив нові можливості для зростання економіки, піднесення її ефективності» [228, с. 7].

Марксистська теорія грошей не змогла подолати протиріччя між товарною природою і нематеріальною формою грошей, а тому, не дивлячись на загальну привабливість теорії трудової вартості, яка ще продовжує використовуватися в багатьох сферах економічної діяльності, слід визнати, що по відношенню до теорії грошей вона себе вичерпала.

Сучасна концепція грошей базується на визнанні того факту, що паперові гроші перестали бути представником монетарного товару і уособлюють у собі лише представницьку вартість загальної маси товарів, що обслуговуються відповідною масою грошей. На думку багатьох вітчизняних науковців, поняття вартості грошей стає умовним, оскільки йдеться лише про її представницький характер, який визначається в процесі обміну товарів, а грошовий вираз вартості товару – ціна стає лише відносною формою вартості. Тому, як вважає більшість сучасних науковців, гроші не мають вартості і, відповідно, не мають ціни, а їх цінність теж є відносною і визначається кількістю товарів, які можна придбати за певну грошову одиницю [44, 194, 38, 57, 193].

Таким чином, у сучасній економіці гроші мають не товарну природу, а кредитну і є носіями не вартості, а мінової вартості, оскільки завдяки їх обміну на інші товари можна виміряти вартість. Це означає, що і вартість, і мінова вартість можуть суттєво змінюватися як в часі, так і в просторі, а тому проблема вартості грошей у сучасній економіці набуває все більшої ваги та значення.

Сучасні вітчизняні концепції не використовують поняття вартості грошей, а базуються на визнанні категорії цінності грошей, яка має подвійний характер: 1) гроші мають цінність як власне гроші і 2) гроші мають цінність як капітал. При цьому науковці зазначають, що цінність грошей як грошей формується у процесі їх обміну на реальні блага, набуваючи характеру купівельної спроможності, тобто тієї кількості товарів і послуг, які можна придбати за грошову одиницю. За такого підходу купівельна спроможність грошей безпосередньо пов'язана з їх попитом і пропозицією та формує такі характерні для монетаристської економіки процеси як інфляція та дефляція.

На відміну від цінності грошей власне як грошей, гроші, як носій капіталу, набувають свою цінність на грошовому ринку та ринку капіталів під впливом попиту та пропозиції, а показником, що дозволяє визначити цю цінність, є рівень процента.

Таким чином, для сучасної вітчизняної наукової думки найбільш характерними положеннями стосовно цінності грошей є:

- відмова від визнання грошей товаром;
- заперечення ідеального характеру грошей і визнання їх матеріальної природи;
- визнання кредитної природи грошей, які не мають власної вартості;
- визнання сучасних грошей носіями мінової вартості;
- визнання купівельної спроможності грошей та відсотка як паралельних показників цінності грошей у двох їх статусах.

Визначаючи цінність грошей через їх купівельну силу, Савлук М.І. зазначає: «... Купівельна спроможність грошей як грошей формується переважно через ринок товарів народного споживання і виражається через індекс споживчих цін. Купівельна спроможність грошей як капіталу формується переважно на ринку засобів виробництва і виражається через індекс оптових цін» [194, с. 35].

Окрім того, Савлук М.І. вважає, що гроші, як власне гроші, на короткотерміновому грошовому ринку також можуть набувати статусу процента (міжбанківські позички, вклади до запитання). «Але і в тих випадках, коли гроші як гроші не виходять на ринок грошей, вони не залишаються повністю вільними від впливу процента. У цих випадках на запаси грошей, які не приносять доходу, формується так звана альтернативна вартість, що виражає втрачений дохід. Зміни альтернативної вартості є дієвим

чинником впливу на попит на гроші: у міру її зростання попит на гроші буде зменшуватися, а в міру зниження – зростати» [194, с. 36].

Однією із специфічних рис сучасних грошей є те, що після демонетизації золота вони втратили внутрішню вартість, але зберегли реальну цінність, оскільки вони є представником товарів, їх грошовим виразом і їх приймають в оплату реальних цінностей. Як зазначав ще Туган-Барановський М.І., складність проблеми цінності грошей полягає в тому, що цінність грошей визначається суттєво іншими факторами, ніж цінність товарів, а тому теорію цінності грошей не можна довести шляхом дедукції із загальної теорії цінності товарів. Неможливість застосування трудової теорії до цінності грошей впливає вже з того, що цінність мають не тільки металеві гроші, зроблені з матеріалу, який має трудову цінність, а й нерозмінні паперові гроші, які ніякої трудової цінності в собі не містять [217, с. 29]. Такий підхід сьогодні може бути пояснений лише матеріальною природою і кредитним походженням грошей.

«Сучасні гроші, – пише академік Чухно А.А., – це кредитні гроші, які виражають рух позикового капіталу. Тому вони, намальовані на папері чи у формі електронної картки, виражають рух позикового капіталу, що визначає їх матеріальну природу. Отже, сталася не дестафація, не дематеріалізація грошей, а зміна їх матеріальної субстанції. Раніше це був товар, а нині – капітал, що робить сучасні гроші не просто повноцінними, а значно більш досконалішими, економними, гнучкими, а значить, дійовішим важелем в економічному і соціальному розвитку» [228, с. 8].

На наш погляд, гроші у своїй якості кредитних грошей набувають представницької (відносної) вартості. Причому слід зазначити, що відносна вартість грошей не є константою, а має властивість до зміни в часі. На практиці часто використовують поняття теперішньої і майбутньої вартості, які характеризуються термінами дисконтування і компаундування і відображають процеси приведення майбутньої вартості фінансових активів до теперішньої вартості або ж визначення теперішньої вартості активів у майбутньому.

Економічним підґрунтям цих процесів є те, що на практиці з плином часу цінність грошей змінюється, і сьогодні, зазвичай, гроші мають більшу цінність, ніж завтра. З практичної точки зору бізнесмена чи фінансового менеджера це пояснюється двома причинами. По-перше, внаслідок інфляції гроші можуть втрачати частину своєї цінності, а, по-друге, їх можна використати як капітал, що забезпечить додатковий прибуток. Тому теоретично можна припустити, що через певний проміжок часу майбутня цінність грошей буде меншою за теперішню на відсоток, що дорівнює сумі рівня інфляції та середнього відсотка на гроші як капітал за цей же період часу. «Сучасні нерозмінні на золото гроші, – зазначає Івасів Б.С., – залишаються в обігу тільки у своїй номінальній вартості. По суті, вона

стала ірраціональною величиною, яка визначається не втіленою в грошовому товарі суспільною працею, а тим середовищем, у якому гроші функціонують. Тому вартість сучасних грошей формується безпосередньо у сфері їх обігу, де гроші обмінюються на реальні блага, а вартість їх набуває форми купівельної спроможності» [57, с. 52].

У процесі економічної діяльності цінність грошей знаходить своє відображення у рівні цін і характеризується обернено пропорційною залежністю між загальним рівнем товарних цін і цінністю грошей. У разі, коли ціни зростають, їх купівельна спроможність обов'язково зменшується, а в разі зниження – купівельна спроможність грошей збільшується, що свідчить про підвищення їх цінності. Ці процеси є реаліями сучасної економіки і тісно пов'язані із загальною проблемою інфляції та стабільності світових товарних і фінансових ринків.

У зв'язку з цим винятково важливого значення у сучасній теорії грошей набуває проблема стабільності цінності грошей, яку на практиці дуже часто трансформують у проблему цінової стабільності. Так, на думку Гальчинського А.С., «під стабільністю грошової одиниці розуміється відносна незмінна вартість, яку представляє грошова одиниця в обігу і яка виражається в купівельній спроможності грошей» [59, с. 160]. Тому така стабільність повинна включати: «стабільність цін на товари і послуги; стабільність цін на кредитні ресурси, стабільність курсу національної валюти» [59, с. 160].

На нашу думку, з точки зору економічної теорії проблема стабільності грошей має винятково важливе самостійне значення. Наприклад, Івасів Б.С. називає цю стабільність стандартом вартості. «Стабільність вартості грошей у будь-якій економіці залежить, крім усього іншого, і від наявної кількості (маси) грошей в обігу, тобто змінної величини, на яку справляє вплив центральний банк. Відомо, чим більше держава випускає грошей, тим меншою стає вартість (купівельна сила) грошової одиниці. В умовах загальної інфляції держава штучно оподатковує купівельну спроможність грошей, що призводить до їх обезцінення. Різке знецінення грошей, у свою чергу, може призвести до того, що гроші перестають виконувати свої основні функції» [57, с. 53].

Головна якість стабільних грошей, на яку має право розраховувати населення та економічна система, на думку Вулфела Чарльза Дж., полягає у стабільності їх вартості. Мова йде не тільки про стабільність задекларованої вартості грошей, але й про їх купівельну спроможність, тобто вартість, виражену в товарах і послугах. Сучасна монетаристська теорія робить акцент на те, що найважливіша функція влади при управлінні грошовою системою полягає не в тому, щоб експлуатувати гроші чи довільно з ними поводитися, а в тому, щоб забезпечити нейтральність грошей при виконанні ними своїх функцій [25, с. 291].



Савлук М.І. характеризує цю проблематику поняттям стабільності цінності грошей і називає її однією із головних властивостей грошей, а основний механізм її забезпечення вбачає в регулюванні попиту та пропозиції грошей на грошових ринках зусиллями уповноважених державою органів, насамперед центральних банків.

Підтримуючи позицію Савлука М.І., зазначимо, що в сучасних умовах забезпечення стабільності цінності грошей набуло більш широкого значення, а практика останніх світових криз дала можливість поглибити наші знання про цінність грошей.

По-перше, поняття цінності грошей як грошей і грошей як капіталу виявилися пов'язаними більш тісно, ніж це здавалося раніше, оскільки товарами стає все ширше коло не тільки товарів, а й послуг, у т.ч. фінансових. Наприклад, розраховані сьогодні показники інфляції включають певні відсоткові ставки, зокрема ставки за кредитами.

По-друге, для світової економіки специфічним товаром-капіталом стали боргові зобов'язання (наприклад, кредити), які легко можуть бути трансформовані в капітал і відображені в балансі корпорацій. При цьому залежно від характеру та рівня ризику зазначених фінансових інструментів вартість зобов'язань може коливатися в дуже широких діапазонах, тоді як їх вартість, трансформована у вартість активів, повинна мати значно стабільнішу базу. А це означає, що між ними завжди буде певний вартісний розрив, кількісне значення якого коливатиметься в межах показника рівня інфляції. Окрім того, приклад світової кредитної кризи 2007–2008 рр. показав, що такі розриви характеризуються кумулятивними ефектами, а проявляються одноразово, відображаючи одночасно і цінність грошей як грошей і грошей як капіталу.

По-третє, в умовах грошово-кредитних відносин та максимального прояву і практичного використання кредитної природи грошей поняття стабільності стає домінуючим у всій системі економічних відносин, а підтримання стабільної цінності грошей повинно бути ключовим завданням формування і реалізації нової економічної політики сучасних держав. Тому, на наш погляд, світова наукова думка та практика повинні визнати стабільність цінності грошей імперативом, фундаментальною основою світової економічної та фінансової стабільності. Такий підхід обумовлений необхідністю подальшого підвищення рівня незалежності, ролі та вдосконалення функцій центральних банків і розроблених та підтримуваних ними грошових систем в організації діяльності світових фінансових ринків.

По-четверте, детальний аналіз практики подолання наймасштабнішої та найруйнівнішої за останні 50 років світової фінансової кризи засвідчив, що основний внесок в боротьбу з наслідками сформованих глобальних дисбалансів зробили саме центральні банки. При цьому головним інструментом для подолання кризи стало врегулювання проблеми вартості національних

грошей через збалансування їх попиту та пропозиції на основі механізмів рефінансування. На нашу думку, реалізація такого підходу повністю підтверджує кредитну природу сучасних грошей, а також необхідність теоретичного визнання поняття їх цінності, яка утворюється в процесі грошово-кредитних відносин, перш за все, на світових фінансових ринках.

Характерною і, можливо, навіть парадоксальною рисою процесів формування та визнання цінності сучасних національних грошей стають механізми функціонування світових фінансових ринків і взаємодії центральних банків окремих країн. Світова фінансова криза 2007–2008 рр. продемонструвала можливість співробітництва центральних банків і наявність механізмів їх взаємодії щодо швидкого та ефективного узгодження цінності національних грошей завдяки збалансуванню офіційних облікових ставок. Це, у свою чергу, дає можливість збалансувати валютно-курсову політику, кредитні механізми і лише після цього задіяти механізми бюджетної та фіскальної політики.

Підходи зарубіжних вчених щодо сутності та цінності грошей дещо відрізняються від вітчизняних концепцій, характеризуються більшим прагматизмом і навіть утилітарністю, що, зокрема, знаходить свій прояв у визнанні лише трьох функцій грошей (на відміну від п'яти у вітчизняній практиці). «Гроші, – вказують Кемпбелл Р. Макконнелл і Стенлі Л. Брю, – це те, що вони роблять. Усе, що виконує функції грошей, – гроші» [91, с. 315]. Фредерік С. Мишкін і Р. Глен Габбард визначають гроші як все те, що люди здебільшого приймають в оплату за товари і послуги або для виплати боргів [94, с. 53; 26, с. 39]. За Е. Доланом «гроші – це засіб оплати товарів і послуг, засіб виміру вартості, а також засіб збереження вартості» [45, с. 12]. Найбільш вдалим, на нашу думку, є підхід Н. Грегори Манківа, який визначив гроші як «сукупність активів, які можна використовувати для проведення ділових операцій» [92, с. 184].

Однак, не дивлячись на спрощення підходів до сутності грошей, зарубіжна наукова думка практично визнає кредитне походження грошей, їх матеріальну природу та приналежність до системи грошово-кредитних відносин. При цьому цінність грошей визначається через їх купівельну спроможність та відносну вартість фінансових активів (більшість із яких мають саме кредитне походження – векселі, облігації, акції), виражених у грошах. Якщо для визначення купівельної спроможності товарів вирішальне значення має співвідношення цін цих товарів, виражених у грошах, то для фінансових активів таким інструментом є рівень процента.

Практичне втілення цих підходів було здійснено при визначенні вартості майбутніх потоків доходів або витрат шляхом приведення до поточного моменту майбутньої вартості на основі норми дисконту, яка виконує ту ж саму функцію виміру цінності грошей, що й рівень процента. Не дивлячись на те, що вітчизняна теорія не визнає поняття вартості грошей, фі-

нансова практика активно використовує не тільки всі види процентів, а й дисконтування та компаундування фінансових потоків і поняття приведеної вартості. За таких умов на практиці процент стає своєрідною формою ціни грошей і широко використовується у всій системі грошово-кредитних відносин.

На наш погляд, таке застереження має важливе практичне значення, оскільки саме на цій основі базуються підходи до формування попиту та пропозиції грошей, розробляються основні засади грошово-кредитної політики та здійснюється управління грошовою масою.

Важливою складовою загальної проблеми визначення цінності грошей є формування попиту на них та їх пропозиції, які, у свою чергу, є фундаментальною основою для розробки інструментарію та методів реалізації грошово-кредитної політики центральних банків. «На відміну від звичайного попиту на товарних ринках, що формується як потік куплених товарів за певний період, – пише Савлук М.І., – попит на гроші виступає як запас грошей, який прагнуть мати у своєму розпорядженні економічні суб'єкти на певний момент» [194, с. 101].

Поняття попиту на гроші в сучасній економічній концепції базується на «теорії переваги ліквідності», яку розробив Джон Майнард Кейнс у своїй знаменитій книзі «Загальна теорія зайнятості, процента і грошей», випущеній у 1936 р. Ця теорія, врахувавши методологію «кембріджського рівняння» кількісної теорії грошей, виходила з того, що швидкість обігу грошей не постійна величина, а досить динамічний параметр, який спричиняє суттєвий вплив на процес формування попиту на гроші. На думку Кейнса, «перевага ліквідності» полягає в тому, що господарюючі суб'єкти завжди прагнуть зберігати частину свого багатства у найбільш ліквідній формі – у формі запасу грошей на певний момент часу.

При цьому новизною і ключовим моментом запропонованого Дж.М. Кейнсом підходу було чітке визначення мотивів економічних суб'єктів, що лежать в основі попиту на гроші, як представницьку вартість. Це:

- операційний або трансакційний мотив;
- застережний мотив накопичення на невизначені цілі, який ще називають мотивом завбачливості;
- спекулятивний мотив.

Практичний економічний зміст операційного мотиву, як в класичному кембріджському підході, так і в підході І. Фішера, полягає в тому, що господарюючим суб'єктам постійно потрібна певна сума грошей для здійснення поточних обмінних і платіжних операцій, тобто для виконання ними функцій засобу обігу та платежу і підтримання особистого та виробничого споживання. Потреба в такому запасі в найбільш ліквідній формі,

який ще називають поточною чи операційною касою, і є основним чинником, що формує попит на гроші.

Застережний мотив, який формує додатковий попит на гроші, пов'язаний і необхідністю зберігати певну суму грошей на майбутнє споживання або на непередбачувані витрати, тобто певною мірою має страхове призначення. «Сформований за цим мотивом запас грошей, – вказує Савлук М.І., – є запасом купівельної спроможності, і з цього погляду він подібний до операційного запасу, тобто має трансакційне призначення – забезпечити безперервну реалізацію товарів і послуг. Тому його можна розглядати як складову трансакційного запасу. Водночас запас грошей за мотивом завбачливості більш довготривалий, ніж операційний запас, і тому може бути більш стабільним» [194, с. 104].

При цьому слід зазначити, що попит на гроші для реалізації як трансакційного, так і застережного мотивів прямо пропорційний доходу господарюючого суб'єкта, що певною мірою спрощує його прогнозування. Однак, як довів Дж.М. Кейнс, дохід – не єдиний чинник, що формує попит на гроші. Другим чинником, на його думку, є вплив на попит на гроші та їх накопичення зміни рівня процента, що суттєво змінило підходи не тільки до формування попиту, але й до визначення вартості грошей.

Теоретичним підґрунтям цієї тези є те, що гроші виконують ще й функцію накопичення багатства, а тому господарюючі суб'єкти мають схильність зберігати частину своїх грошей як запас для придбання високодохідних фінансових активів з метою одержання додаткового доходу. Тому механізм впливу спекулятивного мотиву на формування попиту на гроші ґрунтується на використанні переваг, які надає зберігання готівкових грошей (перш за все, висока ліквідність і низький ризик) і вкладення у фінансові активи (високий дохід).

Зберігаючи гроші, економічні суб'єкти захищають себе від ризику, однак не можуть одержати додатковий дохід, який в економічній теорії називають «альтернативною вартістю зберігання». Рівень цього доходу залежить, головним чином, від середньої норми процента за фінансовими активами, а тому можна стверджувати, що попит на гроші обернено пропорційний рівню процентних ставок. У разі підвищення норми процента збільшується кількість бажаючих підвищити свої доходи за рахунок вкладання коштів у фінансові активи, і попит на гроші буде знижуватися, в протилежному випадку – попит на гроші зросте, що підтверджує надзвичайно активну роль процента у формуванні попиту на гроші.

Подальший розвиток теорії Дж.М. Кейнса його послідовниками, зокрема Мілтоном Фрідманом, Джеймсом Тобіном, Уільямом Баумодем та іншими, дозволив визначити, що:

– спекулятивний мотив впливає на весь обсяг попиту на гроші – і на трансакційну, і на завбачливу складові;

– певний рівень доходу завжди пов'язаний з певним рівнем ризику, а тому фінансовий ризик також було включено до складу спекулятивного мотиву як важливий чинник формування попиту на гроші;

– підвищення рівня ризику суттєво послаблює роль процента у формуванні попиту на гроші, а тому М. Фрідман взагалі вважав попит на гроші стабільним і нечутливим до змін процентної ставки.

Так, спрощуючи розглянуті вище залежності, М. Фрідман розглядав гроші як будь-який інший актив і пояснював попит на гроші відношенням очікуваного доходу на гроші до очікуваних доходів на інші активи. Використовуючи теорію попиту на активи, він довів, що попит на гроші є функцією доступних для індивіда ресурсів і очікуваних доходів на інші активи порівняно із очікуваним доходом на гроші. До складу функції, яка описує попит на гроші, М. Фрідман ввів поняття очікуваного доходу на гроші, акції, облігації, а також очікуваний темп інфляції, який, на його думку, повинен відображати очікуваний дохід за товарними активами.

Відповідно до запропонованого підходу щодо альтернативної вартості зберігання грошей, у сучасній економіці відбувається послаблення спекулятивного мотиву попиту на гроші та посилення мотиву дохідності активів взагалі, який назвали мотивом капіталізації. Однак, не зважаючи на структурні зміни в мотивах, сукупний попит на гроші формується як сумарна взаємодія операційного попиту та попиту на гроші як активи. Це означає, що попит на гроші є функцією від доходу та процентної ставки. «Функція попиту на гроші, – зазначає Панчишин С.М., – показує, що за будь-якого рівня доходу величина попиту на гроші зі зростанням процентної ставки зменшуватиметься» [136, с. 197]. Теоретичну ситуацію, яка ще ніколи не справджувалася на практиці, коли попит на гроші не обмежується рівнем процентної ставки, тобто вона є настільки низькою, що не спричиняє ніякого впливу на попит на гроші, називають пасткою ліквідності. На практиці така ситуація могла б означати надзвичайно низьку чутливість монетарної політики до відсоткових ставок, що спричинило б її неефективність через відсутність впливу вартості грошей на діяльність господарюючих суб'єктів.

Таким чином, стосовно досліджуваної проблеми можна стверджувати, що в сучасній концепції грошей, нарівні з іншими активами, гроші стають об'єктом купівлі-продажу, а процентна ставка виступає їх ціною, що і є економічною базою для розробки та реалізації центральними банками всіх країн світу дієвої та ефективної монетарної політики.

Проведене теоретичне дослідження мотивів формування попиту на гроші дозволяє визначити основні чинники, які спричиняють конкретний вплив на зміну обсягу та структуру цього попиту. Переважна більшість дослідників до них відносять наступні:

– зміну реального обсягу виробництва;

- зміну середнього рівня цін;
- зміну швидкості обігу грошей;
- зміну норми процента та, відповідно, норми доходу на капіталізовані активи;
- зростання обсягів накопичення багатства та розширення спектра товарів і послуг, які включаються в орбіту грошово-кредитних відносин;
- прискорення інфляційних процесів або інфляційні очікування;
- очікування погіршення кон'юнктури ринків, внаслідок чого багатство може накопичуватися в товарній, а не грошовій формі, що відносно зменшує попит на гроші.

Специфіка прояву дії цих факторів в умовах сучасної вітчизняної економіки полягає в постійному підвищенні цін, зростанні інфляційних очікувань, зниженні зацікавленості в альтернативній вартості зберігання грошей, високій частці тіньової економіки, низькому рівні реальної доходності фінансових активів тощо, що знаходить свій прояв у суттєвому зниженні еластичності попиту на гроші від рівня процента, зниженні стимулів розвитку фондового ринку, залучення додаткових фінансових ресурсів у банківську сферу і, в кінцевому рахунку, в збільшенні обсягів накопичення грошей у готівковій формі. Разом з тим слід зазначити, що не дивлячись на складність прогнозування, в монетарній політиці все більшу роль починає відігравати показник швидкості обігу грошей, динаміка якого є обернено пропорційною до динаміки обсягів грошової маси.

Винятково важливе значення для обґрунтування цінності сучасних грошей має дослідження іншого аспекту визначення необхідного їх обсягу – формування пропозиції грошей, під якою розуміють процес створення банківською системою додаткових платіжних засобів, що надходять у канали готівкового та безготівкового грошового обігу, тобто управління емісією грошей. При цьому, за загальним визнанням, попит на гроші в парі «попит – пропозиція» є первинною складовою, а пропозиція – вторинною.

Дослідження взаємозв'язку попиту та пропозиції грошей з точки зору визначення їх вартості та залежності від норми очікуваного доходу дозволяє зробити висновок, що взаємне збалансування цих показників завдяки проведенню грошово-кредитної політики відбувається на основі рівноважної процентної ставки, завдяки якій і здійснюється процес регулювання.

На сьогоднішній день практично в усьому світі формування пропозиції грошей стало знаряддям проведення центральними банками монетарної політики, а основними інструментами її реалізації є норма резервування, облікова ставка та операції на відкритому ринку. Сучасний монетаристський підхід базується на тому, що зміни в пропозиції грошей мають винятково важливе значення для стимулювання ділової активності завдяки реалізації певної схеми грошових передавальних (трансмісійних) механізмів від процесу реалізації основних засад грошово-кредитної політики

до конкретних напрямів стимулювання інвестицій, накопичення та розширеного відтворення.

Дослідження взаємозв'язку попиту та пропозиції грошей показало, що порушення рівноваги між ними може призвести до розгортання інфляційних процесів, які характеризуються тривалим і швидким знеціненням грошей. Відповідно до кількісної теорії грошей рівень інфляції в країні залежить від кількості грошей в обігу. Представники монетаризму причину інфляції вбачають у перевищенні темпів приросту грошової маси над темпами зростання валового внутрішнього продукту, а кейнсіанці, відповідно до розробленої Дж.М. Кейнсом теорії інфляційного розриву, – у перевищенні сукупних видатків над обсягом національного продукту.

Сучасний підхід до визначення характеру та аналізу інфляційних процесів базується на врахуванні широкого спектра причин виникнення цього явища, до яких, крім монетарних, відносяться і бюджетно-податкові, а також процеси структурної незбалансованості національної економіки, зростання чистого експорту, підвищення цін на матеріальні ресурси, інфляційні очікування тощо. У разі різкого збільшення в національній економіці пропозиції грошей, внаслідок чого попит на гроші перевищує реальну пропозицію товарів і послуг, розвивається інфляція попиту. В ситуації, коли суттєво зростають грошові витрати виробництва, набуває поширення інфляція витрат (інколи її ще називають інфляцією пропозиції). Інфляція витрат виникає внаслідок перевищення пропозиції над попитом, що стимулює збільшення витрат виробництва, а тому й грошової маси. Однак, чинники такої інфляції мають немонетарний характер, а зростання обсягів грошової маси є не причиною, а наслідком розгортання інфляційних процесів.

Разом з тим слід зазначити, що не дивлячись на характер інфляції, в результаті її розгортання реальна купівельна спроможність грошей знижується, а реальна процентна ставка може набувати від'ємного значення, що свідчить про зниження вартості грошей.

Аналізуючи сучасні світові тенденції розвитку інфляції попиту, слід вказати, що значною мірою вона була стимульована розвитком грошових відносин переважно на засадах монетаризму та характером самої світової фінансової системи, ключову роль у розвитку якої, на думку Ф. Мишкіна, яка з часом повністю справдилася, відіграв занадто швидкий темп фінансових інновацій.

«Справжня і задовільна функція попиту на гроші ще не знайдена, і тому наукові пошуки стабільної функції попиту на гроші тривають. Невдавна нестабільність функції попиту на гроші ставить під сумнів доказовість наших теорій і емпіричного аналізу. Вона також має важливе значення для проведення монетарної політики. Ця нестабільність викликає сумнів щодо корисності функції попиту на гроші як знаряддя для визначення орієнтирів творцями економічної політики. Зокрема, оскільки функ-

ція попиту на гроші стала нестабільною, то швидкість обігу грошей тепер важче прогнозувати. Тому встановлення жорстких завдань з пропозиції грошей для контролю над сукупними видатками в економіці є, можливо, неефективним способом для проведення монетарної політики» [94, с. 653].

Проведений аналіз дозволяє зробити висновок, що в ринковій економіці гроші самі по собі, а також правильне визначення їх вартості є одним із найважливіших інструментів реалізації економічних відносин. Тому переростання товарно-грошового господарства в товарно-кредитне, на думку академіка Чухно А.А., означає, «що кредит став системоутворюючою категорією, він визначає форму суспільного виробництва, істотно змінює систему виробничих відносин, створює сприятливі умови для зростання продуктивних сил, раціонального використання матеріальних, трудових і грошових ресурсів, підвищення ефективності економіки. Становлення і розвиток товарно-кредитного господарства потребує подальшого удосконалення кредитних відносин: нарощування і раціонального використання позикового капіталу, зменшення облікової ставки НБУ, відсоткових ставок за кредитами, що надаються комерційними банками, подальшого розвитку фондового ринку, збагачення форм цінних паперів, перетворення фондової біржі на активний механізм переливу капіталів та здійснення структурних зрушень в економіці» [228, с. 16].

Забезпечення стійкості грошового обігу та стабільності грошової одиниці є ключовим елементом системи грошово-кредитних відносин, ефективний розвиток якої може відбуватися на основі еквівалентного суспільного оцінювання затрат і результатів праці, обміну на цій основі товарів, встановлення та підтримання зв'язків між виробниками і споживачами. Монетарна політика центрального банку на основі об'єктивної оцінки попиту та пропозиції грошей, а також їх цінності повинна забезпечити надійні трансмісійні механізми передачі монетарних імпульсів до інших секторів економіки і особливо до реального сектору.

## **1.4. Історія готівкового обігу України**

Готівковий обіг України також має свою, надзвичайно цікаву і багату історію, давні традиції. Вперше металеві монети на території нашої держави з'явилися ще в античні часи і були завезені давньогрецькими купцями і колоністами, які мали на території сучасної України свої поселення і навіть відомі в античному світі великі міста (колонія Борисфен на о. Березань, міста Ольвія, Херсонес тощо). І в часи Київської Русі, і в часи козацької республіки, і в добу Української Народної Республіки діяли свої фінансові системи, карбувалися грошові знаки і це було однією з ознак суверенності держави.



Відомо, що Київська Русь відіграла помітну роль у забезпеченні торговельних зв'язків між Візантією та країнами Західної Європи, виступаючи як посередником, так і як безпосереднім учасником ринкових процесів. Між київськими князями і візантійськими імператорами вже в ті часи укладалися відповідні угоди, якими регламентувалася торгівля, що приносила до князівської казни великі доходи.

З розвитком торговельних відносин все більш невідкладною поставала потреба у запровадженні власних грошей і за часів правління князя Володимира в готівковому обігу з'являються перші відомі давньоруські монети. Історія не зберегла письмових джерел про ці монети і назву їм дали нумізмати тільки у ХІХ ст. Срібні монети одержали назву «срібники», а золоті – «златники». Першим у ХVІІІ ст. було знайдено срібник князя Ярослава. Належав він графу Мусіну-Пушкіну, відомому як відкривачу одного з найцінніших літературних та історичних джерел старовини – «Слова о полку Ігоревім», але монету було втрачено. Згодом, у 1796 р. до рук істориків потрапила золота монета з ім'ям князя Володимира, а близько 1815 р. неподалік від Борисполя було знайдено таку ж срібну монету. Проведені істориками дослідження дають підставу вважати, що і златники, і срібники карбувалися у Київській Русі протягом періоду, що не перевищував 30 років.

Срібні монети карбувалися і сином Володимира – княжичем Ярославом у Новгороді, його двоюрідним братом Святославом Туровським, а також невідомим нині руським князем на ім'я Петро. Срібник Ярослава на аверсі мав зображення святого покровителя князя – Юрія Переможця, а на реверсі – княжий знак – тризуб. Однак після утвердження на київському князівстві Ярослав припинив карбування власних монет. Достовірні відомості про причину такого рішення відсутні, проте деякі фахівці пов'язують це з припиненням припливу зі Сходу арабських монет, внаслідок чого монетна маса в обігу скоротилася, а також з невисокою якістю вітчизняних монет. Вийшло так, що ще не піднявшись на ноги, грошова система Київської Русі почала занепадати.

З часом на зміну срібникам і златникам прийшла монетна гривня. Скоріше за все, саме слово «гривня» походить від слова «грива» (загрівок, шия) і в часи Київської Русі означало обруч, який носили знані заможні люди не тільки в нашій державі, але й в багатьох інших країнах.

У значенні певної кількості монет термін «гривня» уперше згадується в найдавнішому літописі, що дійшов до нас, складеному на початку ХІІ ст., – «Повісті временних літ». Літописець оповідає: князь Олег, прийшовши з Півночі, став владарювати у Києві і «встановив варягам давати від Новгорода гривен триста на рік, заради миру». Це означає, що вже у VIII–IX ст. гривня використовувалася в якості міри ваги і лічби, тобто ма-

ло декілька значень. Лічильна означала кількість монет, вагова – точну вагу срібла чи золота.

У XI–XII ст. на теренах Київської Русі склалася так звана кунна система грошей. Відомості про функціонування цієї системи містяться вже в «Руській Правді» – кодексі законів, розробленому Ярославом Мудрим та його синами Ізяславом, Святославом і Всеволодом. На основі цього письмового джерела історикам вдалося встановити співвідношення різних грошових номіналів Київської Русі. Ці співвідношення в кунній системі в XI ст. мали такий вигляд: одна гривня кун = 20 ногатам = 25 кунам = 50 резанам; в XII ст. одна гривня кун = 20 ногатам = 50 кунам (куна протягом століття зменшилася вдвічі).

Відомі декілька видів гривні. З XI ст. у Київській Русі в обігу знаходилися гривні, відомі як «київські». Вони мали шестикутну форму і важили 161–164 грамів. Проіснували київські гривні майже до середини XIII ст., тобто до монголо-татарської навали.

У XII ст. з'явилася гривня новгородська. Являла вона собою паличко-подібний зливоч срібла вагою трохи більше 204 грамів, що дорівнювало половині поширеного на півночі Русі та Європи західноєвропейського фунта. Новгородська гривня виявилася найбільш життєздатною і проіснувала в обігу до кінця XV ст. поки не була витиснута монетами чужоземних княжих дворів і поступово була забута аж до першої чверті XX ст. Відомі також чернігівська гривня, що за формою нагадувала київську, а за вагою наближалася до новгородської, волзька гривня, яка вироблялася у вигляді маленького човна. Досить часто зустрічаються татарські гривні, якими Південна Русь сплачувала данину Орді.

Поява в обігу гривні як засобу платежу і накопичення головним чином обумовлювалася розширенням масштабів економічного життя і, як наслідок, розвитком економічних зв'язків між землями Русі та іноземних держав. Монети гривні у вигляді злиwkів срібла та золота являють собою економічний феномен і ніде більше в середньовічному світі не використовувалися.

Спроби запровадити на території України власну грошову систему мали місце і пізніше. Карбувати срібні монети у Києві в середині XIV ст. розпочав київський князь вже литовської династії Володимир Ольгердович (1362–1398). Називалися такі монети «денарами» і містили на одній стороні літеру «К» (Київ) і надпис (Володимир), а на іншій – княжий родовий знак з хрестом (за іншими джерелами – стилізоване зображення церкви).

На західноукраїнських землях, які були захоплені Королівством Польським, галицький намісник польського короля Володислав Опольський запровадив виготовлені із срібла монети під назвою «квартник», на яких з одного боку відображався вензель польського короля, з другого – герб Галицького князівства (лев) і напис латиною «MONETA RUSSIE».

Вже наприкінці XIV ст. всі змоги відновити карбування власних грошових знаків на території України припинилися. В грошовому обігу домінували польські та литовські монети, серед яких найбільш поширеними були гріш польський і гріш литовський. У литовську добу широко використовувалися також і чеські гроші, яким протягом XV–XVI ст. в значній мірі навіть вдалося витиснути монети Польського Королівства і Великого Князівства Литовського. Крім згаданих грошових знаків на наших землях у різному ступені в якості засобів платежу знаходили застосування генуезько-татарські аспри, золотоординські дирхеми, кримські акче тощо.

В останній чверті XVI ст., за часів правління короля Сигізмунда III, Польща вивела карбування монет на якісно новий рівень. В обігу з'явилися такі номінали як орт, півторак або чех. У цей же час на землях України поширюється обертання німецьких золотих і срібних монет – дукатів і талерів, а також венеціанських цехінів.

Згодом гроші в Польщі і в Україні було замінено на монети, що карбувалися королями Яном Казимиром (1648–1668), Михайлом Вишневецьким (1669–1676), Яном Собеським (1676–1696). В обігу з'явилися нові металеві знаки – злотий і мідний солід, який серед населення дістав назву «шеляг».

Цікаві сторінки в історії грошового обігу України належать розвитку товарно-грошових відносин у недовгий період існування козацької республіки. Військові успіхи козацького війська, розвиток ремісництва й торгівлі, наявність митниці активно сприяло підвищенню міжнародного авторитету козацького війська і гетьмана України Богдана Хмельницького. Під час його гетьманування в державі проводилася доволі ефективна фінансова політика: створено «Скарб» (державну скарбницю) з відповідною структурою його поповнення та використання; запроваджено необтяжливу для населення податкову систему, яка цілком дозволяла нагромаджувати матеріальні ресурси.

Основними джерелами надходжень до скарбниці козацької держави стали митна служба і податки, сплачені іноземними купцями за створені сприятливі умови для проведення торгових операцій. Така фінансова політика забезпечувала щорічні надходження до казни коштів у розмірах понад 100 тис. «червоних золотих». На ті часи ця сума була цілком достатньою для забезпечення в повному обсязі потреб функціонування державного механізму і навіть дозволила організувати карбування власної української монети в тодішній столиці Чигирині.

Однак після Переяславської угоди (1654 р.), коли Україна почала поступово втрачати атрибути державності, руйнувалася і її фінансово-грошова система. До 1657 р., поки був живий Б. Хмельницький, Росія ще здебільшого була змушена дотримуватися пунктів угоди. Так, Україна мала широку самостійність у внутрішній та зовнішній політиці, в країні діяли власні податкова і судова системи, митна служба, державними фінан-

сами розпоряджався гетьман, данина сплачувалася в прийнятних розмірах один раз на рік. Проте, після смерті Б. Хмельницького, з боку Росії широкого розмаху набули утиски і порушення домовленостей угоди. Страждали від цього вже не тільки широкі верстви простого населення, але й козацька знана старшина, що призводило до чисельних, включно до збройних, конфліктів між учасниками угоди. Найбільших, катастрофічних розмірів руйнація грошової системи козацької України набула за часів перебування на російському престолі Петра I, коли той ліквідував в Україні гетьманську Скарбницю і розпочав вилучення з обігу козацьких та західних європейських монет. Замість них в обіг запроваджувалися монети російські, якість яких була незрівнянно нижчою порівняно з попередніми грошима. Одночасно були значно підвищені податки на користь царської казни й утримання постійно зростаючого війська, що важким тягарем лягло на плечі української економіки, в значній мірі підірвало добробут населення.

У ході здійснення петрівських реформ розпочався масштабний процес безкоштовного відпливу капіталів до Росії. Остаточно завершила процес знищення української грошової системи в 1774 р. цариця Катерина II.

Якщо у Правобережній Україні в обігу здебільшого знаходилися високоякісні золоті й срібні європейські монети, на Лівобережжі значна частка належала монетам московським: срібним і мідним копійкам. Мідні монети були такої низької якості, що не сприймалися населенням, внаслідок чого і були вилучені з обігу в Росії та Україні. Срібні монети також не знаходили високої довіри у людей. Хоч для їх виготовлення і використовувалося срібло, одержане з європейських країн, проте, через надто малі розміри, були дуже незручними у повсякденному використанні, до того ж не мали кратних номіналів, що було вже властиво європейським валютам.

Після зникнення грошей козацької доби справжні власні гроші на території України не випускалися. Наприкінці XVIII ст. було завершено розподіл українських територій між Російською та Австрійською імперіями і всі мрії про власну, незалежну грошову систему втратили сенс. У районах, що відійшли до Росії, панували рубль і копійка, а на західних територіях – австрійські крона та крейцер.

На початку XX ст., у добу національних революцій 1917–1919 рр. гривня отримала можливість «народитися» вдруге. Уряди, що як у калейдоскопі змінювали один одного, намагалися знайти дієві шляхи щодо поліпшення фінансового стану України. У цьому неабияку роль було відведено питанню запровадження національних грошей. Якраз у цей же проміжок часу було відроджено українську національну державність, перервану більш ніж на два з половиною століття.

Після перемоги лютневої революції і падіння самодержавства, вже у березні 1917 р., створена в Україні Центральна рада почала вживати заходи до відновлення і розбудови незалежної держави. В існуючих умовах

серед першочергових заходів питання створення своєї грошової системи не стояло. Насамперед Центральна рада ставила завдання щодо забезпечення автономії України в складі Федеративної Російської республіки. Але вже влітку 1917 р. ситуація почала складатися таким чином, що керівництву України слід було серйозно задуматися над питанням створення і запровадження на суверенній території власної національної валюти. Політика Тимчасового уряду призвела до того, що Україна потрапила у повну фінансову залежність від свого сусіда.

У згадувані роки Росія зіткнулася з надто небезпечною за своїми масштабами фінансовою кризою. Невдачі на фронтах Першої Світової війни обумовлювали необхідність величезних додаткових асигнувань. Вкрай нестабільна політична ситуація в самій країні призвела до катастрофічних розмірів несплати податків до казни. Тимчасовий уряд, намагаючись стабілізувати ситуацію, вдався до випробуваного методу – розпочав необгрунтоване за розмірами друкування грошових знаків, що не могло не призвести до стрімкого зростання інфляції. Наразі народ, у тому числі й український, втратив довіру до російських грошей. Та й не вистачало, особливо на місцях, цих грошей, незважаючи на невпинну роботу російського «станка». А у червні 1917 р. Тимчасовий уряд зовсім припинив підкріплення України грошима.

З приходом до влади у жовтні 1917 р. більшовицької партії становище в Україні стало ще більш загрозливим, оскільки нова влада з перших днів становлення виявила своє різко негативне ставлення до ідеї щодо відновлення Української державності і це не могло не викликати зустрічної реакції і не призвести до прискорення процесу переходу України на власну валюту.

Проголошення 3-м Універсалом Центральної ради створення Української Народної Республіки (УНР) одразу поставило останню перед необхідністю визначення шляхів введення в обіг власної валюти. На першому етапі такою було визначено український карбованець, вартість якого дорівнювала 17,424 долі чистого золота (1 доля = 0,044 г золота). На виконання постанови Центральної ради від 19 грудня 1917 р. було надруковано перший грошовий знак УНР – купюра вартістю 100 карбованців. Автором оформлення грошового знака був видатний український художник-графік Г. Нарбут. Оформлюючи свою купюру, Нарбут застосував вишукані орнаменти в дусі українського бароко XVII–XVIII ст., декоративні шрифти, зображення тризуба (родового знаку князя Володимира Великого) та самостріла (герба Київського магістрату XVI–XVIII ст.). Напис «100 карбованців» подавався на купюрі мовами чотирьох найчисленніших націй, що живуть на території України, – українською, російською, польською та єврейською (івритом) [62].

З випуском нарбутівської стокарбованцевої купюри пов'язаний вибір тризуба як державного герба України. Георгій Нарбут, проектуючи ескіз купюри у 100 карбованців, звернув увагу на тризуб як знак, характерний для найдавніших національних грошей України – злотників та срібників князя Володимира, і додав його до композиції ескізу. Оригінальний знак одразу запам'ятався українським патріотам. Тризуб тут виступав як алегорія українського державотворення ще від часів Володимира Великого, що також мало глибоко патріотичний зміст [62].

Однак, якість банкноти була не надто надійною через відсутність у друкарні необхідних фарб і якісного поліграфічного обладнання, паперу належної якості. Як наслідок – на банкноті були відсутні водяні знаки. Це призвело до того, що майже одразу були виявлені чисельні випадки підробки купюр.

З цих причин, а також враховуючи деякі причини політичного характеру (так, УНР 3-м Універсалом визначалася складовою федеративною Росії, а 4-м Універсалом від 22 січня 1918 р. проголошувалася «самостійною, не від кого незалежною державою»), Центральна рада 1 березня 1918 р. ухвалила «Закон Центральної ради про грошову одиницю, карбування монети та друк державних кредитових білетів», яким за основну грошову одиницю прийнято гривню, що має містити 8,712 долі широкого золота і ділитися на 100 шагів; 2 гривні відповідають одному карбованцеві емісії 1917 р. Монети були прийняті такої вартості: золота – 20 гривень; срібна – 1 гривня; інший метал, який тимчасово має встановити міністр фінансів – на 1 шаг, 2 шаги, 5 шагів, 20 шагів і 50 шагів.

Протягом 1918 р. в Берліні було видрукувано грошові знаки у 2, 10, 100, 500, 1000 та 2000 гривень (проекти двох останніх було виконано вже після проголошення гетьманату на чолі з Павлом Скоропадським). Ескіз першої купюри, оздобленої досить простим геометричним орнаментом, виконав Василь Кричевський, трьох наступних – Георгій Нарбут. Гривневі купюри Нарбута, як і попередня, відзначалися вишуканим оформленням. Так, в ескізі 10-гривневої купюри Нарбут використав орнаменти українських книжкових гравюр XVII ст., 100-гривневої – зображення робітника з молотом та селянки з серпом на тлі розкішного вінка з квітів і плодів, 500-гривневої – свою улюблену алегорію «Молода Україна» у вигляді опроміненої дівочої голівки у вінку (завдяки цій деталі купюра отримала гумористичну народну назву «горпинка») [62].

Гетьман Павло Скоропадський, прийшовши до влади в Україні у квітні 1918 р., відновив як основну грошову одиницю Української держави карбованець, що поділявся на 200 шагів. Було виготовлено ескізи купюр у 10, 25, 50, 100, 250 та 1000 карбованців. З цих купюр Георгієві Нарбутові, який очолив утворену при гетьмані «Експедицію з заготовлення державних паперів», належав ескіз лише 100-карбованцевого знаку, де він вико-

ристав портрет Богдана Хмельницького, індустриальні мотиви (композицію з ремісничих інструментів) та створений ним самим проект герба Української держави зі сполученням символів «тризуб» та «козак з мушкетом». Ескізи інших купюр, що не визначалися високим художнім рівнем і виглядали досить еkleктично, виготовили І. Золотов, І. Мозалевський, А. Богомазов та інші графіки [62].

Хронологія введення грошових знаків УНР та Української держави в обіг така: 5 січня 1918 р. – 100 карбованців (ескіз Г. Нарбути); 6 квітня 1918 р. – 25 та 50 карбованців («лопатки», ескізи О. Красовського); 17 жовтня 1918 р. – 10, 100 та 500 («горпинки») гривень (ескізи Г. Нарбути); жовтень 1918 р. – 1000 та 2000 гривень (ескізи І. Мозалевського); серпень 1919 р. – 10 («раки») та 1000 карбованців (ескізи І. Золотова), 100 карбованців (ескіз Г. Нарбути) та 250 карбованців («канарейки», ескіз Б. Романовського); жовтень 1919 р. – 25 карбованців (ескіз А. Приходька) [62].

Після переходу влади в Україні у грудні 1918 р. до рук Директорії на чолі з Володимиром Винниченком та Симоном Петлюрою основною грошовою одиницею відновленої УНР знову було проголошено гривню [62].

Проте спроба укріпити гривню як національну валюту виявилася невдалою. Тогочасна економічна, а надто політична ситуація відвела надто мало історичного часу для друкування української грошової одиниці.

Одночасно в грошовому обігу України перебували банківські білети вартістю 10, 25, 50, 100, 250 і 1000 гривень, державні кредитні білети вартістю 2, 10, 100, 500, 1000 і 2000 гривень, а також розмінний знак державної скарбниці вартістю 5 гривень. Розмінні шаги були виготовлені у вигляді паперових грошей. Ці гроші вважалися офіційними скарбничими знаками.

Нестача в обігу грошових знаків, у першу чергу дрібних номіналів, необхідність вилучити з обігу російські рублі та інші причини призвели до появи в обігу строкатої різноманітності регіональних грошових знаків. Такими виступали бони, чеки, розмінні знаки, розмінні білети тощо. Свої гроші «бігали» на Донбасі, Слобожанщині, Сіверщині, Полтавщині, Херсонщині, Київщині, в Таврії і Галичині тощо.

Були ще гроші й тимчасових урядів Сулькевича, Соломона Крима, грошові знаки уряду Радянської України, білогвардійських формувань генералів Денікіна, Врангеля, батька Махна, великої кількості ватажків повстанських загонів і відвертих бандитів. Усього кількість всіляких валют на той час істориками визначається 4,5 тис. найменувань.

«Більшовицькі тисячки», запроваджені Раднаркомом на землях Радянської України, мали мізерний курс (1 золотий карбованець = 5457000000 радянських карбованців). Це призвело до проведення у 1922–1924 рр. грошової реформи, наслідком якої стало введення в обіг радянського червінця (1,6767 г золота). У 1924 р. було встановлено курс нового радянського

карбованця, який дорівнював 1/10 червінця. Ця подія стала моментом остаточного утвердження радянської валюти [62].

У період Другої світової війни Україна знову зазнала напливу іноземних валют та «окупаційних грошей». Після нападу фашистської Німеччини на наші території було завезено у великій кількості грошові знаки, виготовлені в окупованій Польщі у Генеральній губернії, центром якої було визначено м. Краків. Ці паперові гроші мали номінали 1, 2, 5, 10, 20, 50, 100 і 500 злотих і використовувалися здебільшого у Львівській, Дрогобицькій, Станіславській та Тернопільській областях.

В інших регіонах, які адміністративно відносилися до провінції «Трансністрія» та рейхскомісаріату «Україна», 10 березня 1942 р. були випущені в обіг «окупаційні гроші» – 8 банкнот номіналами 1, 5, 10, 20, 50, 100, 200 і 500 карбованців.

Протягом фашистської окупації на території України продовжували обертатися і радянські гроші, співвідношення яких з українським карбованцем становило 1:1. У зв'язку з поразкою Німеччини у війні ця грошова одиниця була знищена і в обігу знову повністю домінував радянський рубль.

Є в історії готівкового обігу України ще одна маловідома, але надзвичайно цікава сторінка. Це паперові знаки українських повстанців доби Другої світової війни і післявоєнних (до початку 50-х) років, які одержали назву «бофони». Історію функціонування цих грошей умовно можна поділити на чотири етапи: перший – біфони 1941–1944 рр. – від початку радянсько-німецької війни до звільнення України від фашистських загарбників; другий – бофони 1944–1946 рр. – саме на цей короткий період припав пік збройної боротьби повстанської армії з військами радянської армії та НКВС і розгортання опору в умовах підпілля; третій – 1947–1950 рр. – підпілля ОУН і бойові дії загонів УПА; четвертий і останній – 1951–1956 рр. – період поступового згасання збройного опору.

Зовнішній вигляд біфонів змінювався відповідно до періоду, протягом якого вони використовувалися як платіжний засіб, в основному при розрахунках з населенням за отримані харчі, фураж, ліки тощо.

Тема виготовлення і обертання в районах Західної України біфонів надто мало досліджена, інформація з цього питання дуже скупа, майже повністю відсутні архівні документи і такий стан справ легко пояснити. Адже в умовах підпілля дуже обмежена кількість керівників, навіть найвищого рівня, могла знати, як, коли і де повстанські гроші виготовлялися. Більшість із тих, хто був детально знайомим з історією біфонів ОУН-УПА, загинули в боях або в застінках НКВС, а невелика, внаслідок глибокої законспіровано-сті, кількість архівних документів ОУН-УПА, що потрапила до рук радянських органів державної безпеки, цілком можливо, знищена.



З часу визволення України від фашистських загарбників на території України, як і на територіях інших республік колишнього Радянського Союзу, в обігу функціонувала єдина грошова одиниця – радянський рубль.

**Грошова реформа 1996 року.** З перших кроків здобуття Україною незалежності постало питання щодо запровадження власної національної валюти. Про прагнення мати свою грошову одиницю Україна проголосила ще 16 липня 1990 р. в Декларації про державний суверенітет. Схвалення Верховною Радою України концепції переходу до ринкової економіки висувало це питання як першочергове у здійсненні економічних реформ.

Одноразові купони, які діяли на той час і без яких рублі вже не виконували функції обігових коштів і платежу, не могли стати підґрунтям для створення власної валюти і після проголошення незалежності України питання її валюти постало як невід’ємна складова української економіки.

Створення національної грошової системи в Україні спочатку здавалося нездійсненним, адже подібні заходи навіть в економічно стабільних державах відбувалися надзвичайно складно, а в Україні таке завдання мало бути вирішене за наявності фінансової кризи, зростання інфляції, спаду виробництва, розвалу діючих протягом десятиліть економічних зв’язків як між колишніми радянськими республіками, так і між регіонами самої України.

Наведені, а також інші проблеми соціально-економічного розвитку вимагали вжиття невідкладних заходів щодо реформування економіки, орієнтованої на ринкові відносини, введення власної національної валюти, захисту споживчого ринку, формування банківської та фінансової систем.

У квітні 1991 р. розпочалася розробка дизайну українських грошей. Дизайн розробили вітчизняні художники Василь Лопата і Борис Максимов. 18 березня того ж року Кабінет Міністрів України прийняв постанову «Про створення потужностей по виготовленню національної валюти та цінних паперів». На виконання цієї постанови було укладено угоди з провідними світовими виробниками найсучаснішого обладнання з виготовлення грошей, яке стало технічною базою для друкування гривні на вітчизняному Банкотно-монетному дворі.

У листопаді 1991 р. Президія Верховної Ради України постановою «Про національну валюту в Україні» визначила термін готовності до введення в обіг власної валюти – перше півріччя 1992 р. Президія Верховної Ради України прийняла ще дві постанови: «Про затвердження назви і характерних ознак грошової одиниці України» і «Про розмінну монету України», якими й було визначено грошовою одиницею гривню, а її сотою частиною – копійку.

Враховуючи складну економічну ситуацію, коли становлення національної економіки відбувалося за умов гіперінфляції, грошова реформа проводилася поетапно.

Незважаючи на те, що гривню було виготовлено в необхідних обсягах завчасно, стрімкий стрибок цін привів державу на межу банкрутства і запровадження національної валюти стало неможливим. Наявною стала необхідність введення в обіг перехідних грошей, які б прийняли на себе тиск інфляції і загрозу неплатежів.

У січні 1992 р. було введено сурогатні гроші – купони багаторазового використання, в готівковому обігу держави опинилися дві валюти, радянські рублі та українські карбованці. Для розрахунків за продовольчі та промислові товари приймалися винятково українські карбованці. Передбачалося, що в умовах лібералізації цін вони приймуть на себе головний інфляційний удар і захистять вітчизняний ринок від негативних наслідків десятикратного підвищення цін та гострого дефіциту товарів.

Необхідність запровадження купонів багаторазового використання в значній мірі була викликана також нестачею рублів для забезпечення готівкових розрахунків, потреба в яких зростала у всіх республіках колишнього СРСР.

Купони функціонували в готівковому обігу, їх номінальна вартість в українських карбованцях була еквівалентна відповідним номіналам рублів у готівковому обігу.

Запровадження у готівковий обіг купонів багаторазового використання не означало остаточного виходу України із рублевої зони, оскільки обслуговування безготівкового обігу здійснювалося в рублях колишнього СРСР, що призвело до негативних наслідків для грошової системи в цілому. Особливо це стало відчутним після введення Російською Федерацією з 1 липня 1992 р. нової системи розрахунків між республіками колишнього СРСР. З цього часу українські підприємства мали використовувати рублі для сплати своїх зобов'язань перед російськими підприємствами виключно в межах сум, попередньо отриманих Україною і зарахованих на спеціальний кореспондентський рахунок у Центробанку Російської Федерації. Це призвело на фоні дефіциту платіжного балансу до ускладнення ситуації щодо забезпечення платежів вітчизняних товаровиробників із партнерами в країнах СНД.

Виходячи із позитивних наслідків введення в обіг купонів багаторазового використання, спільною постановою Кабінету Міністрів і Національного банку України від 4 квітня 1992 р. «Про розширення в обіг купонів багаторазового використання» було визначено, що з 1 квітня 1992 р. всі грошові виплати населенню України, включаючи заробітну плату, пенсії, стипендії, компенсацію, допомогу, плату за здану продукцію та інші види грошових виплат, здійснюватимуться у купонах на повну суму цих виплат.

Наступним значним кроком щодо запровадження власної грошової одиниці став Указ Президента України від 7 листопада 1992 р. «Про реформу грошової системи України». Цим Указом, починаючи з 23 години

12 листопада 1992 р., в грошовому обігу на території України припинялося функціонування рубля і єдиним законним засобом платежу став український карбованець, представником якого у готівковому обігу був купон багаторазового використання. З цього моменту Україна остаточно вийшла з рублевої зони і заклала вимоги правових основ для створення національної валюти.

На першому етапі свого функціонування купони Національного банку України були представлені номіналами 1, 3, 5, 10, 25, 50 та 100 українських карбованців, однак, зважаючи на стрімке зростання інфляції, до травня 1995 р. в обіг було введено додатково 12 вищих номіналів купонів.

Унаслідок зростання дефіциту бюджету, спаду виробництва, лібералізації цін, скорочення зовнішньоторговельного обороту український карбованець почав стрімко знецінюватися, що неминуче призвело до гіперінфляції та зростання соціальної напруги.

Обсяги видачі та приймання готівки, її оброблення установами Національного та комерційних банків були небаченими, часто перевищували 100 мільйонів штук банкнот на добу.

Протягом 4 років готівка в обігу зросла у 1366 разів і у 1995 р. становила більше 4 квадрильйонів карбованців. Лише у 1993 р. середньорічні оптові ціни зросли у 47,9 раза, роздрібні ціни зросли у 48,4 раза. Грошові ж доходи населення збільшилися лише у 26,5 раза.

Стрімке зростання цін на товари і послуги призвело до того, що купюри номіналами від 1 до 100 українських карбованців вже не могли забезпечити потреб економіки у готівці і Національний банк прийняв рішення про випуск і введення в обіг купонів вищих номіналів України. Зважаючи на це, було послідовно введено купони номіналами 5000, 10000, 20000, 100000, 200000, 500000, 1000000 українських карбованців. Одночасно відбувалося вилучення з обігу купонів дрібних номіналів. Усього було вилучено 9 номіналів – від 1 до 500 українських карбованців.

За весь період свого існування купон багаторазового використання гідно виконував свою місію як повноцінного платіжного засобу, не дивлячись на високий рівень інфляції в державі, низьку купівельну можливість карбованця, нестабільність його курсу до іноземної валют, недостатній ступінь конвертованості та технічної захищеності, практично виконуючи всі класичні функції грошей.

У той же час, вже у березні 1994 р. на Банкнотній фабриці Національного банку України у дію було введено першу друковану лінію з виготовлення банкнот національної валюти і друкування за кордоном гривні та купонокарбованців було припинено.

У подальшому політика, що проводилася Президентом України, урядом, Національним банком України у 1995 р. і першій половині 1996 р. забезпечила необхідну фінансову стабільність в економіці. З березня

1996 р. курс українського карбованця до долара США та інших іноземних валют коливався в дуже вузьких межах і був відносно стабільним. Протягом значного періоду він утримувався на рівні 176 тис. крб. за 1 доллар США. Було досягнуто відчутного зниження темпів інфляції, починаючи з лютого 1996 р. вони постійно падали і в липні рівень інфляції становив 0,1 відсотка до червня місяця 2006 року.

Було суттєво призупинено спад виробництва порівняно з попереднім роком (із 14,1% за січень – серпень 1995 р. до 3,7% за відповідний період 1996 р.). Падіння обсягів валового внутрішнього продукту за згаданий період уповільнилося з 12,4 до 9,5%. Грошові доходи населення в липні 1996 р. порівняно з червнем зросли на 26%.

Незважаючи на ревальвацію українського карбованця протягом першого півріччя 1996 р., експорт товарів та послуг порівняно з відповідним періодом 1995 р. зріс на 30,6%, що за нижчих темпів зростання імпорту (27,3%) забезпечило зниження на 2,3% від'ємного сальдо поточного рахунка платіжного балансу України і стало передумовою подальшого розвитку зовнішнього сектору економіки.

Поліпшення напередодні реформи макроекономічної ситуації в Україні було досягнуто завдяки послідовному та активному застосуванню ринкових механізмів, зокрема: запровадженню неінфляційних джерел покриття дефіциту державного бюджету шляхом продажу державних цінних паперів, подальшою лібералізацією зовнішньоекономічної діяльності та валютного ринку, дотриманням позитивного рівня облікової ставки<sup>2</sup> Національного банку України та відсоткових ставок за депозитами й кредитами комерційних банків.

У цьому плані ситуація в Україні напередодні грошової реформи 1996 р. різко відрізнялася від ситуації в таких країнах, як Естонія, Молдова, Німеччина (1948 р.), у яких була висока інфляція і навіть гіперінфляція, а була близька до ситуації в Польщі, Чехії, Аргентині. Тому характер реформи і методи її проведення відрізняються від грошових реформ у першій групі країн і збігаються з реформами, які проводилися другою групою країн. Це цілком природно і витікає з наявних умов, характеру та динаміки економічних перетворень в Україні.

Таким чином, аналіз економічної ситуації напередодні грошової реформи 1996 р. свідчить, що в Україні було створено належні умови для запровадження гривні.

---

<sup>2</sup> Облікова ставка Національного банку України – виражена у відсотках плата, що береться Національним банком за рефінансування комерційних банків шляхом купівлі векселів до настання строку платежу по них і утримується з номінальної суми векселя. Облікова ставка є найнижчою серед ставок рефінансування і є орієнтиром ціни на гроші.

Введенню в обіг національної валюти передувала величезна за обсягами і ступенем відповідальності робота. Так, була розроблена Концепція проведення грошової реформи, якою визначалися основні положення її проведення, завдання, характер, основні етапи, порядок обміну карбованців на гривню, зміна масштабу цін та курсу деномінації тимчасової валюти.

Одне з найважливіших положень Концепції полягало у реалізації прозорого варіанту і неконфіскаційного характеру реформи.

Основними цілями грошової реформи було визначено:

– заміну тимчасової грошової одиниці – українського карбованця на повноцінну валюту України – гривню;

– зміну масштабу цін;

– оздоровлення і впорядкування грошового обігу, подолання катастрофічних соціально-економічних наслідків знецінення грошей;

– створення стабільної грошової системи та перетворення грошей у важливий фактор економічного і соціального розвитку.

Це передбачало закріплення фінансової стабільності, яка склалася напередодні грошової реформи, прискорення розрахунків, залучення до банківської системи надлишкової готівки, забезпечення стабільності курсу національної валюти до іноземних валют.

Вибір прозорого варіанта і безконфіскаційного типу грошової реформи був зумовлений необхідністю:

– забезпечити повну довіру населення до нової національної грошової одиниці і, як результат, – довіру до політики уряду та економічних реформ, які він проводить;

– утримати стабільність на грошовому, споживчому та валютному ринках України, не допустити чергового інфляційного сплеску та порушення стабільності валютного курсу, що могло б вплинути на зниження життєвого рівня населення;

– запобігти спекулятивним операціям при обміні карбованців на гривні;

– створити сприятливий соціальний клімат, уникнути психологічної та соціальної напруги в суспільстві у зв'язку з проведенням грошової реформи.

Уряд і Національний банк України виходили з того, що напередодні реформи в готівковому обігу перебувала значна маса грошей – 338 трлн. крб., яка при одночасному пред'явленні населенням не мала повного реального покриття у вигляді товарних запасів (їх було лише на 157 трлн. крб.) і не могла бути підтримана за рахунок резервів іноземної валюти, обсяги яких також були ще недостатні. За розрахунками спеціалістів, конфіскаційний варіант реформи мав би негативні наслідки, а саме: зростання інфляції до 50% на місяць при повному спустошенні прилавків магазинів, а разом з цим і відчутне знецінення й без того незначних доходів та заощаджень населення. Це мало б руйнівні наслідки не тільки для стабільності національної грошової одиниці, а й для економіки в цілому.

Характеризуючи грошову реформу 1996 р., більшість науковців і практиків відзначають її безконфіскаційний характер. Однак є й інша думка. У зв'язку з тим, що протягом 1996–1998 рр. дефіцит бюджету покривався фактично за рахунок продажу державних цінних паперів, було побудовано «піраміду» облігацій внутрішньої державної позики, яка й відстрочила цю проблему в часі аж до 1998 р. Майже протягом двох років стабільні умови функціонування гривні забезпечувалися облігаціями внутрішньої державної позики, що давало можливість багатьом комерційним банкам заробляти значні кошти. Але в 1998 р. після чергового етапу світової фінансової кризи все ж таки «відстрочена конфіскація» відбулася частково за рахунок дрібних банків, а частково була пролонгована шляхом конверсії облігацій внутрішньої державної позики на подальші періоди.

Згідно з Указом Президента України від 25 серпня 1996 р. грошова реформа проводилася з 2 по 16 вересня 1996 р. У перший же день реформи за встановленим курсом було перераховано у гривні ціни, тарифи, оклади заробітної плати, стипендії, пенсії, кошти на рахунках підприємств, установ та організацій, а також вклади громадян. Карбованцеві вклади населення було перераховано у гривні за курсом 100 000 карбованців за одну гривню без будь-яких обмежень і конфіскацій із вільним їх використанням у гривнях. До цього часу Національний банк України, виходячи з Концепції, розробив законодавчі акти та пакет нормативних документів, які визначали порядок проведення реформи, механізм запровадження в грошовий обіг валюти України та вилучення з обігу карбованців, організаційні заходи щодо обміну карбованців на гривні, підготував економічні обґрунтування і розрахунки рівня деномінації, потреби в банкнотах і монетах для обміну грошей, їхньої структури тощо.

В обіг були введені банкноти номіналами 1, 2, 5, 10, 20, 50 і 100 гривень і монети вартістю 1, 2, 5, 10, 25 і 50 копійок, а також обігові монети номінальною вартістю 1 гривня. Художником усіх розмінних монет є В. Лопата. Пізніше, у вересні 2006 р. і у травні 2007 р. в обіг вийшли купюри номіналами відповідно 200 і 500 гривень.

На сьогодні всі грошові знаки держави виготовляються в Україні на Банкотно-монетному дворі Національного банку України і за ступенем захищеності та поліграфічним виконанням не поступаються провідним світовим валютам.

Грошова реформа стала центральною подією в економічному розвитку України, яка не просто відродила, а народила національну грошово-кредитну та банківську систему. Вона стала:

- надзвичайно важливим імпульсом для остаточної відміни командно-адміністративної системи управління економікою;
- головним фактором формування нової економічної системи на основі ринкових, конкурентних засад;

– відкрила дорогу, у поєднанні з прийнятою Конституцією України, до переборення політико-економічного вакууму;

– підштовхнула органи влади насмілитися розпочати перехід від керованої економіки і дефіциту, офіційної системи нормування заробітної плати, цін, планів виробництва та постачання до вільного ринкового господарства і одночасно створила умови для зняття адміністративних «вериг» з ціноутворення і переходу до визначення ціни на основі попиту і пропозиції;

стала переломною подією і символом завершення епохи Радянської командно-адміністративної системи.

Разом з тим, на новому етапі економічного та політичного розвитку ця реформа не змогла стати ключовим каталізатором для швидкого відновлення економічного зростання тому, що не відбулося поєднання у часі грошової та інших структурних реформ в економіці. Вони розпочалися значно пізніше, були не системними і не послідовними. І навіть більше – деякі надзвичайно важливі, ще і досі нездійснені.

До економічно-політичних і соціально-економічних аспектів грошової реформи слід віднести наступні:

– вона стала основною передумовою виходу економіки із стану глибокої стагнації (рецесії), що характеризувалося затуханням темпів зниження ВВП;

– початком демонтажу адміністративно-господарського апарату, регулювання та взяття курсу на перехід до становлення здорової ринково-економічної системи;

– ввела у всі сфери суспільного життя упорядковану національну валюту, яка стала основою раціонально-продуктивного використання робочої сили, капіталу, матеріалів у відповідності з економічними та соціальними принципами, надала можливість реально визначати рівень соціальних стандартів;

– вперше в історії таких реформ була проведена на безконфіскаційній основі для всіх фізичних та юридичних осіб України. Пропозиції посадовців міністерства фінансів України щодо недопущення переоцінки бюджетних коштів прийняті не були. Як показала реальність, помилкою було неприйняття пропозицій Національного банку щодо недопущення переоцінки (зменшення у 100000 разів) вартості основних фондів. У результаті цього національне надбання, особливо основні фонди, розпродавалися (приватизувалися) за безцінь.

Грошова реформа повинна була стати, але не стала, генератором інших соціально-господарських структурних реформ. Однією з головних причин цього було зруйнування органів управління макроекономічного рівня. Це виразилося у тому, що «революційна хвиля догматичної демократії» замість зміни ідеології відсторонила від активної управлінської сфери досвідчені високопрофесійні кадри, які працювали в управлінських інсти-

туціях радянських і партійних органів. Але при цьому певний час зберігалася у керівництві конкретно економікою «Еліта красних директорів».

В історичному контексті грошова реформа:

- ввела в економічний оборот національну незалежну валюту – гривню;
- створила національну упорядковану систему грошового обігу та кредитну систему на основі діяльності приватних комерційних банків і центрального банку;

– відродила повноправні функції грошей, а також ринок, на якому панувала практика прямого товарного обміну, коли реалізація продукції здійснювалася практично на основі компенсаційних (бартерних) угод і ще діяла анахронічна офіційна система нормування, цін, торгівлі за купони і сурогатні гроші – карбованці виконували функцію засобу платежу тільки у сферах комунальних послуг, податків, квартирної плати і деяких інших.

До речі, Україна – це єдина республіка колишнього СРСР, у якій функції грошей були знищені у 1991 році. Тоді громадянин, який на чесно зароблену, навіть на основі фіксованих норм виробітку зарплату, гроші не міг використати в повному обсязі, бо зарплату обмежували купонами.

У силу певних суб'єктивних причин грошова реформа так і не стала фундаментом реалізації нової форми економічного і суспільного устрою. Але безумовно, тим паче, вона заклала основу для можливості повороту України до втілення саме ринкової економічної моделі та її подальшої трансформації у напрямку ринкового господарства.

Незважаючи на все, виходячи із викладеного вище, можна з упевненістю констатувати, що прогнози наслідків реформи, розроблені урядом і НБУ, цілком виправдалися. Введення в обіг справжньої національної валюти стало логічним завершенням п'ятирічного періоду розбудови незалежної держави – України.

**Ювілейні та пам'ятні монети України.** У квітні 1994 р. постало питання про виготовлення вітчизняних пам'ятних і ювілейних монет, оскільки у більшості країн програми випуску таких монет існують. Реалізація їх колекціонерам і населенню в Україні і за її межами має велике політичне і культурно представницьке значення.

З метою організації випуску пам'ятних і ювілейних монет Кабінет Міністрів України разом з Національним банком України прийняли спільну постанову і 7 травня 1995 р. в обіг була випущена перша ювілейна монета, присвячена 50-річчю Перемоги у Великій Вітчизняній війні, виготовлена з мельхіору, номіналом 200 000 карбованців.

На сьогодні весь комплекс робіт, пов'язаних з випуском монет в обіг, покладено на Національний банк України відповідно до щорічного плану випуску монет в обіг, який затверджується Правлінням НБУ.

Пам'ятні та ювілейні монети України карбуються з дорогоцінних металів – золота, срібла, біметалу – золото-срібло та недорогоцінних металів –



нейзильберу, біметалу із сплаву на основі міді. Щорічно випускається 2–5 золотих монет, 11–15 срібних, решта – із недорогоцінних металів. При виборі теми монет пріоритет надається тій, що найбільше відповідає «монетній тематиці», може бути цікаво вирішена художниками, користуватиметься попитом у населення і колекціонерів. При формуванні тематичного спектра монет фахівці Національного банку виходять з того, що він має представляти всю історію нашої держави: етапи становлення, видатних особистостей, пам'ятки архітектури, важливі міжнародні події, народні традиції, куточки мальовничої природи тощо.

Починаючи з 1995 р., Національним банком України введено в обіг більше 280 найменувань пам'ятних і ювілейних монет. У загальній масі всіх випущених монет 45% виготовлено із дорогоцінних металів. При цьому окремі монети випускаються в кількох металах (із дорогоцінних та недорогоцінних).

У 2008 р. випущено 24 найменування пам'ятних та ювілейних монет України, в тому числі 6 золотих, 12 срібних і 12 монет із недорогоцінних металів, тобто 60% із дорогоцінних металів. Зокрема це такі монети, як «Ластівчине гніздо», в серії «Видатні особистості України» – «Євген Петрушевич», «Сидір Голубович», «Лев Ландау», «Василь Симоненко», «Василь Стус», «Наталія Ужвій», «Григорій Квітка-Основ'яненко», в серії «Стародавні міста України» – «600 років м. Чернівці», «850 років м. Снятин», в серії «Герої козацької доби» – «Гетьман Данило Апостол», в серії «Обрядові свята України» – «Благовіщення» тощо.

Останнім часом спостерігається підвищення попиту на пам'ятні монети України, виготовлені з дорогоцінних металів, що пояснюється високими художніми якостями вітчизняної продукції, розмаїттям її тематики. Крім колекціонерів монети із задоволенням купує населення як пам'ятні подарунки. Крім того, попит з часом закономірно зростає на всі монети, оскільки випускаються вони обмеженим тиражем.

Популяризації українських пам'ятних та ювілейних монет й глибшому осмисленню їхньої тематики сприяло започаткування Національним банком у 2001 р. щорічного видання каталогу «Банкноти і монети України», який, починаючи з 2005 р., набув статусу друкованого засобу масової інформації як інформаційно-довідковий журнал.

У цьому щорічному виданні подається повна інформація щодо всіх законних платіжних засобів України, введених в обіг Національним банком України, починаючи з дня його заснування до року видання журналу, і становить значний інтерес для нумізматів-професіоналів, колекціонерів, а також усіх, хто цікавиться історією і сьогоденням грошового обігу в Україні.

З метою пропагування державотворчих ідей та цілей, підвищення професійного рівня учасників творчого та виробничого процесів, виявлення найбільш цікавої для населення тематики монет Національний банк

України з 2006 р., проводить конкурс «Краща монета року України». Кращою монетою 2005 р. визнано «Сорочинський ярмарок», 2006 р. – монету «Водохреще».

Національний банк України постійно бере участь у міжнародних нумізматичних виставках «World Money Fair» (м. Базель, Швейцарія), «Ювелір Експо Україна» (АТ Контрактовий ярмарок, м. Київ) та Міжнародній конвенції Американської нумізматичної асоціації (США).

Також Національний банк є самостійним учасником міжнародних конкурсів, де неодноразово одержував перемоги. Зокрема, наприкінці 2006 р. у конкурсі «Ярмарок Віченци» у номінації «Найкраще зображення архітектурної споруди» перемогу дістала срібна пам'ятна монета «Свято-Успенська Святогірська лавра», у 2007 р. – в конкурсі «Краща монета року країн СНГ» у номінації «Краща золота монета року» – золота пам'ятна монета «Нестор-літописець».

## **1.5. Грошово-кредитна політика: мета, завдання та інструменти**

До визначення поняття «грошово-кредитна політика» застосовують різні підходи. За визначенням Е.Дж. Долана, «у це поняття включаються всі дії уряду, що впливають на кількість грошей, що перебувають в обігу». Іншими словами, грошово-кредитна політика являє собою комплекс заходів регулюючого впливу, спрямованих на зміну грошової маси в обігу. Грошово-кредитна політика покликана безпосередньо впливати на ліквідність банківської системи і, на ділову активність [45].

Інші автори трактують грошово-кредитну політику як один з двох провідних засобів (інший – фінансова політика), за допомогою якого органи влади в ринковій економіці регулярно впливають на темп і напрям загального економічного зростання, включаючи не лише рівень валового продукту і зайнятості, але й загальний рівень зростання чи падіння цін [94].

Більш повним і точним визначенням грошово-кредитної політики є розуміння її як комплексу взаємопов'язаних, спрямованих на досягнення певних цілей заходів щодо регулювання грошового ринку, що їх проводить держава через свій центральний банк.

Законом «Про Національний банк України» визначено: «грошово-кредитна політика – комплекс заходів у сфері грошового обігу та кредиту, направлених на регулювання економічного зростання, стримування інфляції та забезпечення стабільності грошової одиниці України, забезпечення зайнятості населення та вирівнювання платіжного балансу» [171]. Грошово-кредитну політику часто називають монетарною, оскільки вона є політикою у сфері управління кількістю грошей в обігу.

Соціально-економічними передумовами проведення монетарної політики є наявність банківської системи й грошово-кредитних відносин.

Ефективно функціонуюча грошова система сприяє максимальному використанню матеріальних та трудових ресурсів, і, навпаки, розбалансована грошова система порушує кругообіг доходів і витрат, викликаючи різкі коливання рівня виробництва, зайнятості, цін.

Підвищена увага до грошово-кредитної політики як інструменту забезпечення «вічного процвітання», яка панувала в 20-х роках ХХ ст., змінилася після кризових потрясінь 30-х років загальним песимізмом і недовірою до ефективності грошово-кредитного регулювання.

У 50-х роках у західних країнах відбулася різка активізація грошово-кредитних інструментів. Гроші знову посіли провідне місце в програмах економічної стабілізації, але погляди на оптимальну стратегію використання грошових інструментів були різко полярними.

На сьогодні теоретичні проблеми грошово-кредитної політики також є полем для гострих дискусій між різними економічними школами.

Головний водорозділ пролягає між кейнсіанським підходом, який втілює ідеї оперативного використання грошей як інструмента щоденного управління економічною кон'юнктурою та стимулювання економічного зростання, і монетаризмом, який засуджує подібні маніпуляції в грошовій сфері, що ведуть, на думку авторів цієї доктрини, до посилення виробничих протиріч і диспропорцій та декларують дії стихійних ринкових стабілізаторів.

Теорія кейнсіанства, як відомо, сформувалась у 30–40-х роках і швидко посіла провідне місце в теоретичній літературі та програмах економічної політики. Монетаризм вийшов на арену пізніше, в середині 50-х років, і довгий час був об'єктом скептичного ставлення та нападок з боку академічних і правлячих кіл провідних держав. Проголосивши гасло «Гроші мають значення», монетаристи дали сильний імпульс розвитку грошових досліджень.

Загальним методологічним підходом кейнсіанців є концепція активної макроекономічної політики, що необхідна для стабілізації внутрішньо нестабільної економіки. Кейнсіанці стверджують, що ринкова економіка позбавлена механізму, який забезпечує її стабільність. Проведення фіскальної та грошово-кредитної політики необхідне для пом'якшення проходження економікою різких підйомів і спадів, що супроводжують її розвиток при проходженні фаз ділового циклу, причому монетарна політика розглядається як вторинна відносно фіскальної.

Підхід монетаристів базується на тому, що система ринкової конкуренції забезпечує високий ступінь макроекономічної стабільності. Макроекономічна стабільність досягається у випадку, коли державне втручання в функціонування економіки є мінімально необхідним. Надмірний вплив держави за допомогою фіскальної та грошово-кредитної політики призво-

дить до нестабільності економічної системи, поглиблює протиріччя в умовах циклічних коливань.

Прибічники цього напрямку звинуватили ортодоксальних кейнсіанців у ігноруванні важливої ролі грошових факторів у відтворювальному процесі та проведенні явної проінфляційної політики. Особливу увагу вони приділяли вивченню різноманітних ефектів і народногосподарських наслідків грошових зрушень, виділяючи як основну ланку динаміку грошової маси.

У результаті вище вказаних дискусій у світовій економічній теорії та в регулятивній практиці набули широкого визнання монетарний фактор розвитку економіки та активне застосування монетарних заходів в економічній політиці. На сьогодні дуже мало економістів притримуються крайніх кейнсіанських або крайніх монетаристських поглядів, більшість теоретичних моделей прийняли синтезовану форму.

В основу реалізації грошово-кредитної політики багатьох країн було покладено так званий принцип компенсаційного регулювання, який базується на поєднанні двох протилежних комплексів заходів, що застосовуються на різних фазах економічного циклу.

Виходячи з теоретичних концепцій, які є основою для проведення грошово-кредитної політики, основним об'єктом грошово-кредитного регулювання є сукупна грошова маса, від розміру якої залежить динаміка основних показників розвитку економіки. У зв'язку з цим залежно від стану господарської кон'юнктури центральний банк може реалізовувати два основні типи грошово-кредитної політики, що справляють взаємно протилежний вплив на динаміку грошової маси.

Рестрикційна грошово-кредитна політика (політика «дорогих грошей») – спрямована на обмеження обсягу кредитних операцій, підвищення рівня процентних ставок і гальмування темпів зростання грошової маси в обороті. Така політика застосовується як з метою згладжування різких коливань фаз економічного циклу, так і з метою боротьби з інфляцією та для стабілізації грошової системи.

Експансійна грошово-кредитна політика (політика «дешевих грошей») – супроводжується розширенням обсягів кредитних операцій, зниженням рівня процентних ставок і загальним зростанням грошової маси. Політика грошової експансії застосовується з метою подолання спаду виробництва та поживлення ділової активності стимулюванням інвестиційних процесів та збільшенням платоспроможного попиту на товари і послуги.

Суб'єктом грошово-кредитної політики виступає держава, яка регулює цю сферу через свої представницькі органи – центральний банк і відповідні урядові структури – міністерства фінансів чи казначейства, органи нагляду за діяльністю банків і контролю за грошовим обігом, інституції зі страхування депозитів та інші установи. Визначальна роль у здійсненні грошово-кредитного регулювання належить центральному банку.

Об'єктами, на які найчастіше спрямовуються регулятивні заходи, є такі змінні грошового ринку: пропозиція (маса) грошей; ставка процента; валютний курс; швидкість обігу грошей та ін.

Вибір індикатора (крім вибору цілі) має вирішальне значення для того, щоб грошово-кредитна політика, переслідуючи проміжну мету, вписувалась в логіку передбаченої кінцевої мети. Передбачуваний індикатор повинен володіти чотирма ознаками:

- відображати обрану ціль;
- бути легковимірним;
- відображати певним чином дії центрального банку;
- піддаватися ефективному контролю з боку центрального банку.

Вибір об'єктів грошово-кредитного регулювання залежить від економічної ситуації в країні та означає, що центральний банк може залежно від ситуації здійснювати орієнтацію на один із перерахованих вище об'єктів чи навіть декілька одночасно.

У загальному вигляді завдання монетарної політики полягає в тому, щоб створити умови, за яких економічні агенти, реалізуючи свободу вибору, здійснювали б дії, що збігаються з цілями економічної політики держави. Таким чином, грошово-кредитна політика не є автономною. Кінцева мета грошово-кредитного регулювання збігається з основоположними цілями макроекономічної політики держави.

Проведення грошово-кредитної політики передбачає визначення її стратегії і тактики. Стратегія політики полягає: у виборі цілей; встановленні певної ієрархії цілей; визначенні параметрів цілей.

Цілі грошово-кредитної політики визначаються залежно від рівня розвитку економічних взаємовідносин у державі. Їх можна поділити на три групи: стратегічні, проміжні, тактичні.

*Стратегічні* – це ключові цілі в загальнодержавній економічній політиці: зростання зайнятості, збалансування платіжного балансу, зростання виробництва, забезпечення стабільності цін тощо.

Стратегічні цілі є довгостроковими цілями, вони не вимірюються безпосередньо як грошові величини і не є індикаторами грошового ринку. Для їх досягнення центральні банки розробляють проміжні цілі.

Вибір проміжних цілей грошово-кредитної політики здійснюється за такими критеріями:

- тісний взаємозв'язок із стратегічними цілями;
- можливість чіткого кількісного вираження;
- легкість здійснення контролю та оперативного впливу з боку центрального банку.

*Проміжні* цілі грошово-кредитної політики – це зміни в певних економічних процесах, які мають сприяти досягненню стратегічних цілей. Проміжні цілі є індикаторами грошового ринку і дають таким чином від-

стежувати загальні макроекономічні тенденції. Так, якщо метою загальнодержавної економічної політики визначено економічне зростання при скороченні безробіття, то проміжною метою в цьому разі має бути поживлення економічної кон'юнктури. Проміжні цілі доповнюють стратегічні та конкретизують їх.

Особливістю проміжних цілей є їхня дія протягом тривалого періоду, впродовж якого може бути доведено їхню ефективність. Наприклад, активізація кон'юнктури ринку шляхом зростання грошової маси або зниження відсоткових ставок у короткостроковому періоді може спричинити зростання попиту й цін і лише за умови, що ці заходи активізують інвестиційні процеси, зростання виробництва. Можливо також забезпечити збільшення пропозиції, що, у свою чергу, має зупинити зростання цін і стабілізувати їх, але для цього необхідний тривалий період часу.

*Тактичні* цілі полягають у регулюванні ключових економічних змінних через банківську систему на основі управління грошовою масою, відсотковою ставкою, валютним курсом тощо і забезпечують досягнення проміжних цілей.

Основними ознаками тактичних цілей є короткостроковість їхньої дії, реалізація їх виключно оперативними заходами центрального банку та багатоаспектність. Ці особливості значно ускладнюють вибір методів та механізмів реалізації тактичних цілей грошово-кредитної політики держави.

При виборі тактичних цілей важливо брати до уваги такі характеристики останніх:

- можливість виміру досягнутих результатів;
- можливість здійснення оперативного контролю;
- можливість оперативного впливу на відповідні економічні процеси.

Якщо зміна грошової маси впливає на зміну сукупного попиту і макроекономічні показники, то зміни відсоткової ставки та валютного курсу можуть вплинути не тільки на сукупний попит, а й на інтереси окремих економічних суб'єктів і зумовити суттєві структурні зміни в економіці.

У зв'язку з цим виконання основних регулятивних завдань залежить від правильного поєднання тактичних цілей. Наприклад, через зміну відсоткової ставки та валютного курсу можна нейтралізувати інфляційний тиск від зростання грошової маси в обігу.

Головною рисою обраних цілей повинен бути їх безпосередній зв'язок з накресленими стратегічними цілями.

У XIX ст. в умовах золотого стандарту коригування внутрішніх товарних цін і валютних курсів відбувалося автоматично шляхом переміщення золота й короткострокових капіталів між окремими країнами, а всередині країни емісія грошей регулювалася золотим запасом центрального банку. Тому серед методів грошово-кредитного регулювання переважала облікова політика, спрямована на стримування впливу золота за межі країни. У

20–30-х роках ХХ ст. грошово-кредитна політика була зосереджена на внутрішніх господарських проблемах окремих країн. У зв'язку з переходом від золотого монометалізму до системи нерозмінних кредитних грошей значно зросла можливість центральних банків впливати на емісію грошей та експансію банківського кредиту, що й дало поштовх розвитку монетарних теорій економічних циклів.

Вибір методів та інструментів грошово-кредитної політики має бути прерогативою центрального банку, тобто відмінність стратегічних і проміжних цілей грошово-кредитної політики від тактичних має полягати в тому, що тактичні цілі реалізує саме центральний банк держави.

Для прикладу розглянемо практику грошово-кредитного регулювання в США. Федеральна Резервна Система США визначає такі основні цілі проведення грошово-кредитної політики:

- максимальна зайнятість;
- стабільність цін;
- помірні довгострокові відсоткові ставки.

Кожна з цих цілей є дуже важливою для суспільства, а тому владні структури ставлять перед собою завдання реалізувати їх максимально повно. Але за допомогою лише грошово-кредитної політики одночасно досягти всіх цілей неможливо. Тому, зважаючи на значний досвід США у сфері грошово-кредитного регулювання, розглянемо названі цілі більш детально.

Максимальний рівень зайнятості бажаний, але яка межа цього рівня? За якого рівня можна сказати, що економіка працює в умовах повної зайнятості? Чи можна розглядати це явище за умови, що безробіття дорівнює нулю? Однозначну відповідь на ці запитання дати дуже складно. Метою високого рівня зайнятості має бути рівень безробіття, що перевищує нуль, але дорівнює пропозиції на працю і відповідає зайнятості, за якої попит на працю дорівнює пропозиції праці. Такий рівень в економічних колах називають природним рівнем безробіття. Економічне зростання дуже тісно пов'язане з метою забезпечення високого рівня зайнятості, тому що підприємства більш інтенсивно вкладають кошти в інвестиції для підвищення продуктивності праці. Тобто, якщо рівень безробіття низький, спостерігається економічне зростання. Економічне зростання можна забезпечити й політикою прямого заохочення суб'єктів господарювання здійснювати інвестиції або заохочення людей заощаджувати, що дає можливість підприємствам збільшувати кошти для вкладень. Так, наприклад, політика Р. Рейгана була побудована на економічній концепції пропозиції, спрямованій на прискорення економічного зростання через створення сприятливого податково середовища для підприємств, що здійснили інвестиції в обладнання, устаткування, модернізацію виробництва, і для середнього платника податків, щоб він міг більше заощаджувати. Зниження рівня

оподаткування в Україні могло б забезпечити досягнення таких же результатів, а тому прийняття Податкового кодексу є невідкладним завданням.

Стабільність цін бажана, тому що інфляція породжує стан невизначеності в економіці, ускладнює планування на майбутнє, може загострювати соціальну напруженість у суспільстві.

Помірність довгострокових відсоткових ставок є важливим елементом розвитку економічних процесів, тому що завищені й дуже мінливі коливання відсоткових ставок можуть створювати невизначеність і не дають можливості здійснювати довгострокові інвестиції та розробляти прогнози розвитку.

Використання того чи іншого інструмента регулювання грошово-кредитного ринку (проведення грошово-кредитної політики) залежить від історичних традицій використання фінансових інструментів у державі, розвинутості ринкових відносин, наявності банківсько-фінансових установ, загальнодержавного стану економіки, врегульованості питань фінансової політики тощо.

Грошово-кредитна політика може проводитися за допомогою адміністративних та ринкових інструментів регулювання.

Адміністративними є інструменти, що мають форму директив, інструкцій центрального банку й спрямовані на обмеження сфери діяльності кредитного інституту. Такі методи управління грошово-кредитним ринком були притаманні соціалістичній економіці, коли органи державного управління безпосередньо втручалися в економічні процеси.

Ринкові методи грошово-кредитної політики – це способи впливу центрального банку на грошово-кредитну сферу шляхом формування певних умов на грошовому ринку та ринку капіталів.

До основних ринкових інструментів грошово-кредитної політики, за допомогою яких забезпечується проведення центральними банками монетарної політики в тій чи іншій країні, належать такі:

- здійснення операцій на відкритому ринку;
- встановлення мінімальних обов'язкових резервів для банків;
- процентна політика;
- здійснення операцій на валютному ринку;
- депозитні операції центрального банку та ін.

Операції на відкритому ринку як інструмент грошово-кредитної політики полягають в купівлі-продажу центральним банком цінних паперів. Придбання цінних паперів у комерційних банків збільшує ресурси останніх, відповідно підвищуючи їхні кредитні можливості і навпаки. Вперше цей інструмент почав використовуватись у ХХ ст., зокрема, в США у 20-х роках, у Великій Британії – в 30-х. Це було зумовлено високим розвитком ринку цінних паперів цих країн. Основними видами цінних паперів, з якими проводяться операції на відкритому ринку, є: казначейські векселі,



безпроцентні казначейські зобов'язання, облігації державних позик уряду і місцевих органів влади, облігації окремих приватних компаній, допущені до біржової торгівлі, а також деякі інші першокласні короткострокові цінні папери. Найчастіше центральні банки використовують державні боргові зобов'язання. Операції на відкритому ринку не є інструментами глибокої дії, їхній вплив швидше короткостроковий. Проте їх перевагами є: гнучкість, оперативність, автономність центрального банку при їх здійсненні, можливість швидкої зміни напрямку їх дії та ін.

Регулювання норми обов'язкових резервів полягає у встановленні обов'язкової норми ресурсів, яку комерційні банки повинні зберігати в центральному банку у відсотках до залучених коштів. Обов'язкові резерви є інструментом глибокої дії і виконують дві функції: по-перше, вони як ліквідні резерви служать забезпеченням зобов'язань комерційних банків по депозитах їхніх клієнтів. Періодичною зміною норми обов'язкових резервів центральний банк підтримує ступінь ліквідності комерційних банків на мінімально припустимому рівні в залежності від економічної ситуації; по-друге, мінімальні резерви є інструментом, який використовується центральним банком для регулювання обсягу грошової маси в країні. За допомогою зміни норми обов'язкових резервів центральний банк регулює масштаби активних операцій комерційних банків. Режим обов'язкових резервів вперше був запроваджений у США.

Процентна політика полягає у зміні облікової ставки та інших процентних ставок за кредитами, що їх центральний банк надає комерційним банкам. Історично поняття облікової ставки пов'язане з діяльністю центрального банку з переобліку векселів, представлених комерційними банками. У сучасних умовах зміст операцій центрального банку з рефінансування означає не лише купівлю векселів (обліковий кредит) чи позики під заставу цінних паперів (ломбардний кредит), а й надання всіх видів кредитів комерційним банкам. Відсоткові ставки на кредити рефінансування визначає центральний банк залежно від прогнозованого рівня інфляції та міжбанківського ринку кредитів.

Також центральний банк з метою впливу на курс національної валюти по відношенню до іноземних валют здійснює валютні інтервенції шляхом купівлі-продажу валютних цінностей на валютних ринках і таким чином забезпечує управління золотовалютними резервами.

З метою вилучення зайвої ліквідності банківської системи центральний банк активно використовує такий інструмент, як депозитні операції. Ці операції дозволяють оперативно залучати в депозити тимчасово вільні грошові кошти банків і тим самим практично миттєво нейтралізувати їхній можливий тиск на валютний ринок. Вони можуть бути строком на один день, на тиждень, на два тижні.

Для проведення грошово-кредитної політики в Україні інституційна основа виникла зі створенням банківської системи та національного грошово-кредитного ринку, оформленням діяльності Національного банку України в цій сфері відповідним документом «Основні напрями (орієнтири) грошово-кредитної політики та проведення реформи грошової системи України».

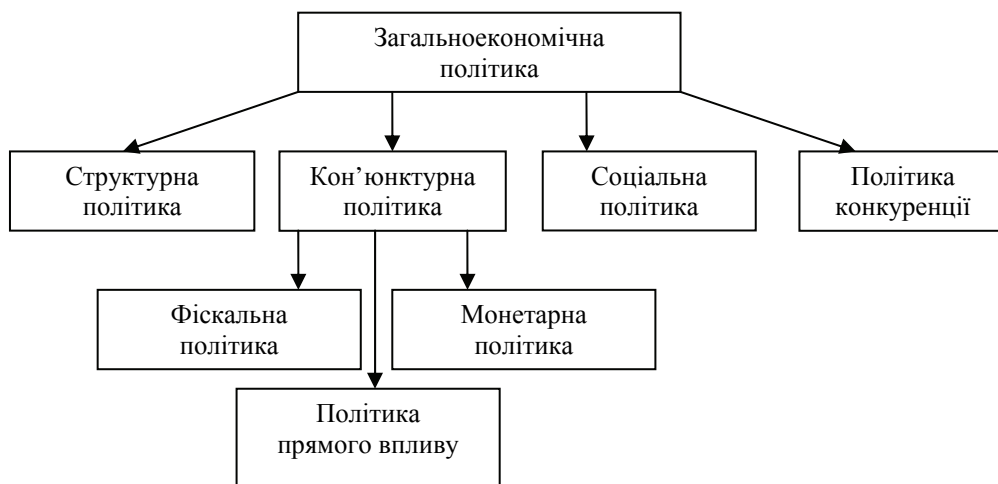
### **1.6. Грошово-кредитна політика в системі економічної політики держави і механізм її впливу на макроекономічні показники**

Зростання економічної ролі держави, її втручання в процес суспільного виробництва і висока концентрація останнього модифікували традиційний механізм саморегулювання економіки, різко обмежили дію стихійних ринкових сил. Держава прийняла на себе цілу низку регулюючих функцій, особливо щодо розвитку державного сектора економіки, а також ринкової кон'юнктури.

Ще в XIX ст. періодичне виникнення економічних криз, що супроводжувалися зниженням цін, банкрутствами підприємств, зростанням безробіття, змусило численних представників економічної науки вдатися до розробки політики державного регулювання економіки з метою стабілізації її розвитку. Найефективнішими інструментами її виявилися державні фінанси, грошовий обіг і кредит. Завдяки їм стало можливим здійснювати відповідну фіскальну, грошово-кредитну, структурну та інвестиційну політику і впливати на рух промислового циклу, а також регулювати міжнародні економічні та валютні відносини.

Хоча регулятивні заходи монетарної політики здійснюються безпосередньо в грошово-кредитній сфері, її ефект не обмежується цією сферою, а проявляється також у реальній економіці завдяки впливу монетарних змін на виробництво, інвестиції, зайнятість тощо. Тому монетарна політика по суті є складовою загальної економічної політики держави. У своєму впливі на реальну економіку вона взаємодіє з фіскальною, ціновою, інвестиційною, структурною політикою. За механізмом дії та характером впливу на реальну економіку вона найбільш чітко найбільше узгоджується з кон'юнктурною політикою (рис. 1.1).

Головним завданням кон'юнктурної політики є забезпечення рівномірного розвитку економіки через згладжування коливань у кон'юнктурних процесах із метою досягнення загальноекономічної рівноваги.



**Рис. 1.1. Зв'язок монетарної політики із загальноекономічною політикою**

За способом та характером впливу на поведінку економічних суб'єктів усі заходи кон'юнктурної політики, що спираються на регулювання грошового обороту, можна розділити на три групи:

- заходи фіскальної політики;
- заходи грошово-кредитної (монетарної) політики;
- заходи прямого впливу.

Фіскальна політика зводиться до економічного регулювання через механізми оподаткування, інших вилучень до централізованих фондів фінансових ресурсів, фінансування витрат держави, пов'язаних з виконанням нею своїх суспільних функцій. Ця політика забезпечує можливість безпосередньо впливати як на сукупний попит, так і на сукупну пропозицію. Якщо рівень фіскальних вилучень доходів економічних суб'єктів зростає, це зменшує їхні можливості і послаблює стимули до нарощування інвестицій, розширення виробництва, що пригнічує сукупну пропозицію та економічну активність. Якщо ж зростають витрати на фінансування державного споживання, то це веде до збільшення номінального національного доходу та сукупного платоспроможного попиту на ринках, що активізує їх кон'юнктуру і певною мірою сприяє розвитку виробництва. Проте якщо державне споживання зростає високими темпами і тривалий час, то виробники не встигають відреагувати збільшенням товарної пропозиції, що провокує зростання цін та інфляцію.

Грошово-кредитна політика зводиться до економічного регулювання через механізми зміни пропозиції (маси) грошей та їх ціни (проценти) на грошовому ринку. Збільшення пропозиції грошей, за інших рівних умов, зумовлює зниження процента та зростання інвестицій, а також зростання

платоспроможного попиту на ринках. Усе це на коротких часових інтервалах поживляє кон'юнктуру ринків і посилює стимули до розширення виробництва. Механізм взаємозв'язку грошово-кредитної та фіскальної політики як елемент формування ринкової кон'юнктури схематично зображено на рис. 1.2.



**Рис. 1.2. Схематичне зображення взаємозв'язку грошово-кредитної та фіскальної політики**

Наведена схема дає чітке уявлення про те, що поживлення ринкової кон'юнктури завдяки збільшенню сукупного попиту може забезпечуватися зниженням облікової ставки та збільшенням грошової маси в обігу (інструментів грошово-кредитної політики), а також зростанням бюджетних доходів та скороченням видатків (інструментів фіскальної політики). Стимування ринкової кон'юнктури досягається зменшенням сукупного попиту завдяки таким же чотирьом інструментам, але протилежного спрямування.

Взаємозв'язок методів фіскальної та монетарної політики виявляється передусім у спільності цілей окремих їхніх груп. Як видно з рисунка, поживлення ринкової кон'юнктури через збільшення сукупного попиту може бути забезпечене двома методами монетарної політики (зниженням облікової ставки та збільшенням пропозиції грошей) і двома методами фіскальної політики (зростанням бюджетних видатків та скороченням

податків). Стимування ринкової кон'юнктури досягається зменшенням сукупного попиту під впливом тих самих чотирьох методів (по два з кожного боку), але протилежного спрямування.

Крім спільності цілей, взаємозв'язок між методами фіскальної та монетарної політики виявляється також у зв'язках механізмів їхньої дії. Так, зниження облікової ставки у складі монетарної політики зумовлює відносне зростання дохідності державних цінних паперів та збільшення надходжень до бюджету від їх реалізації. Це, у свою чергу, сприяє зростанню бюджетних видатків або ж скороченню рівня оподаткування як факторів впливу на ринкову кон'юнктуру з боку фіскальної політики. Подібний зв'язок можна виявити між механізмами взаємодії решти методів кожної цільової групи.

Викладене вище дає підстави розглядати заходи монетарної та фіскальної політики не як альтернативні, а в нерозривній єдності, і враховувати на практиці не тільки їх прямі регулятивні наслідки, а й результати можливих змін у дії інструментів у паралельній сфері регулювання грошового обороту.

Грошово-кредитна має ряд переваг перед фіскальною політикою. Насамперед вона характеризується швидкістю і гнучкістю, а оскільки проводиться центральним банком, а не парламентом країни, то зазвичай ізольована від політичного лобізму. Негативні моменти грошово-кредитної політики полягають у тому, що вона здійснює лише непрямий вплив на комерційні банки з метою регулювання динаміки пропозиції грошей.

Останнім часом для більшості центральних банків головною метою грошово-кредитної політики є утримання інфляції на низькому рівні. Однак в умовах ринкової економіки центральні банки не можуть керувати інфляцією безпосередньо. Вони мають використовувати певні фінансові інструменти, зокрема такі, як відсоткові ставки та резервні вимоги, а також покладатися на неповну інформацію про економіку та перспективи її розвитку. Ряд центральних банків використовують зростання грошової маси або валютного курсу як проміжні цільові орієнтири для прийняття рішень у галузі грошово-кредитної політики. Інші дотримуються більш еkleктичного підходу і враховують цілий спектр чинників.

Вирішення проблем економічного зростання та безробіття теж є цільовим орієнтиром реалізації грошово-кредитної політики, однак центральні банки здебільшого вважають, що це можна зробити за рахунок забезпечення стабільності цін. У короткостроковому плані зниження відсоткових ставок і зростання грошової маси можуть сприяти підвищенню попиту та обсягів виробництва. Однак подальше зростання інфляції неминуче призведе до скорочення виробництва, а тому в довгостроковій перспективі вплив високої інфляції на економіку буде негативним. Дослідження свідчать, що інфляція понад 10–20% на рік уповільнює, а не прискорює економічне

зростання. Практично у всіх країнах, що мали в минулому централізовану планову економіку, вдалося знову забезпечити позитивне економічне зростання тільки після стабілізації інфляції на відносно низьких рівнях.

Спираючись на кількісну теорію грошей, можна стверджувати, що головним чинником, який формує темпи інфляції, є темпи зміни грошової маси в обігу, а тому вивчення механізмів розвитку інфляційних процесів має ґрунтуватися, перш за все, на дослідженні ролі грошової маси та її впливу на динаміку основних макроекономічних показників.

В остаточному підсумку реальний обсяг виробництва безпосередньо не залежить від зміни обсягів грошової маси, а скоріше визначається існуючою в економіці пропозицією: кількістю і продуктивністю робочої сили, устаткування, землі, технологій тощо. Під час циклічного спаду, при якому реальний обсяг виробництва менший за свій можливий потенційний рівень, грошово-кредитна і бюджетно-податкова політика можуть використовуватися для відновлення попиту й обсягу виробництва, не спричинюючи зростання інфляції. Однак за таких обставин підвищення попиту може збільшити обсяг виробництва тільки на короткий проміжок часу.

На практиці більшість центральних банків проводять грошово-кредитну політику, змінюючи, перш за все, відсоткові ставки та резервну політику, а не обсяги грошової маси в обігу.

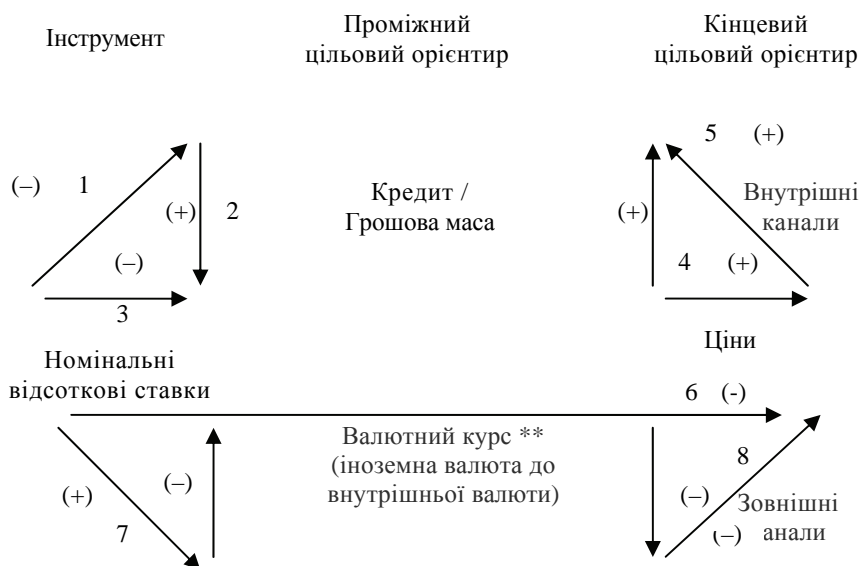
Таким чином, механізм впливу – це термін, що використовується для опису різних шляхів, за допомогою яких зміни в грошово-кредитній політиці центрального банку, включаючи кількість грошей, впливають на обсяг виробництва і ціни. Як схематично показано на рис. 1.3, кількість грошей є тільки одним, хоча і важливим, каналом, за допомогою якого грошово-кредитна політика може впливати на ціни й обсяг виробництва. Є ряд інших шляхів, за допомогою яких відсоткові ставки можуть здійснювати вплив (стрілки на схемі, виконаної у вигляді ромба, вказують очікуваний напрямок такого впливу), наприклад, через внутрішній попит та пропозицію.

Зміни у відсоткових ставках центрального банку впливають на реальний попит і обсяг виробництва, тому що в короткостроковій перспективі при незмінних інфляційних очікуваннях руху номінальних відсоткових ставок вони відбиваються на змінах реальних ставок. Нижче наведено опис наслідків підвищення відсоткових ставок. Зниження відсоткових ставок має протилежний вплив.

Підвищення відсоткових ставок зменшує привабливість для окремих громадян і компаній витратити гроші зараз, а не пізніше (ефект заміни). Внутрішнє кредитування, кількість грошей і реальний попит скорочуються (лінії 1 і 2 на рис. 1.3).

Підвищення відсоткових ставок перерозподіляє дохід від позичальників до накопичувачів (ефект дохідності), що збільшує купівельну спро-

можність останніх, але скорочує її у позичальників, якщо сукупні витрати скорочуються. На додаток, якщо відсоткові ставки за кредитами збільшуються швидше, ніж ставки доходів від активів, сукупний дохід, а тому і витрати коштів, скорочуються (лінія 3).



+/- – показує напрямок впливу;

\*\* – зростання означає, що внутрішня валюта зростає в ціні.

**Рис. 1.3. Механізм впливу змін у грошово-кредитній політиці на макроекономічні показники**

Підвищення відсоткових ставок, як правило, зменшує вартість активів, таких як будинки та акції. Зниження добробуту заважає фізичним особам витратити їхні поточні доходи (лінія 3).

Якщо економіка не працює вище номінальної потужності, падіння попиту буде тиснути на ціни і витрати в економіці у бік їх зниження. Компанії скоротять маржу прибутку, у той час як робітники погодяться на скорочення заробітної плати (лінія 4).

Якщо робітники і компанії знизять свої інфляційні очікування, а відсоткові ставки підвищаться, ціни будуть знижуватися, але реальний попит і обсяг виробництва залишаться незмінними навіть у короткостроковій перспективі (лінії 5 і 6).

Вплив змін у грошово-кредитній політиці через валютний курс відбувається за двома напрямками.

Для країн з конвертованим рахунком руху капіталу різкі підвищення внутрішніх відсоткових ставок (за умови, що відсоткові ставки в інших країнах незмінні) будуть сприяти чистому припливу капіталу. Якщо валютний курс не зафіксовано, внутрішня валюта підвищується в ціні, а це

забезпечує рівновагу платіжного балансу. Для країн, в яких запроваджено політику фіксованого валютного курсу, різке підвищення внутрішніх відсоткових ставок веде до припливу капіталу і збільшення грошової маси в обігу. Це компенсує скорочення внутрішнього впливу, пов'язаного зі зменшенням внутрішнього кредитування. Чим більш ліберальні ринки капіталу, чим ближче вони наближаються до стану, коли внутрішні фінансові активи стають заміною іноземним активам, тим більше зростає валютний курс (лінія 7).

Підвищення валютного курсу веде до зниження цін на імпорт, виражених у внутрішній валюті. Скорочення цін на імпорт готової продукції має пряме відношення до зниження споживчих цін. Скорочення цін на імпортовані ресурси і напівфабрикати побічно пов'язано зі зниженням споживчих цін через первісне зниження собівартості товарів і послуг вітчизняного виробництва (лінія 8).

Зростання відсоткових ставок центрального банку може виявитися більш дієвим інструментом скорочення інфляції там, де:

- зміни в офіційних відсоткових ставках безпосередньо пов'язані зі зміною інших відсоткових ставок в економіці і з валютним курсом. Де вірогідно, більш відкрита фінансова система з вільною конкуренцією, що буде удосконалюватися в міру того, як фінансові контракти будуть ґрунтуватися на режимі, за якого відсоткові ставки змінюються відповідно до змін у ставках центрального банку, а не на основі фіксованих відсоткових ставок;

- попит резидентів на чисті внутрішні зобов'язання (лінія 1) і закордонний попит на внутрішні активи (лінія 7) чуттєві до змін у відсоткових ставках;

- фінансові зобов'язання становлять велику частку ВВП. Це співвідношення має зростати в міру фінансової лібералізації. З іншого боку, фінансова лібералізація призводить також до зростання фінансових активів. Однак дані, отримані в ряді країн з розвинутою економікою, свідчать, що ліквідація кількісного контролю призводить до того, що пасиви зростають швидше за активи;

- фінансові зобов'язання перевищують активи.

Зростання відсоткових ставок центрального банку може позначитися швидше на скороченні інфляції і призвести до меншого короткострокового спаду обсягу виробництва там, де:

- очікування в галузі заробітної плати і цін більш чуттєві до змін офіційних відсоткових ставок і грошової маси (лінії 5 і 6). Цей зв'язок зміцнюється в міру зростання довіри до політики уряду;

- заробітна плата чуттєва до скорочень обсягу виробництва і зайнятості (лінія 4). Ця залежність зростає разом із посиленням гнучкості ринку трудових ресурсів;

- валютні курси є гнучкими (лінія 7);



– внутрішні ціни чуттєві до змін валютного курсу (лінія 8). Це залежить від зміни цін на імпорт відповідно до зміни валютного курсу, а також від впливу змін цін на імпорт на внутрішні ціни, що позначається більшою мірою там, де імпорт становить значну частину ВВП, як, наприклад, в Україні.

Викладене вище свідчить, що механізм впливу грошово-кредитної політики на забезпечення певного рівня макроекономічних показників досить складний. Тому центральні банки при обґрунтуванні рішень у галузі грошово-кредитної політики використовують цільові орієнтири. Існують два широкі стратегічних курси, яких дотримуються центральні банки, використовуючи інструменти банківської політики, зокрема для стримування інфляції.

1. Засновувати політику на проміжному цільовому орієнтирі, такому як зростання конкретного грошового агрегату чи валютного курсу. У цьому випадку центральний банк корегує використання певного інструменту своєї політики для управління зростанням кількості грошей в обігу, обсягів кредитування чи валютних курсів для досягнення наміченого рівня. При цьому передбачається, що існує тісний і прогнозований зв'язок між проміжним цільовим орієнтиром і майбутньою інфляцією відповідно до положень кількісної теорії грошей. Кінцевий цільовий орієнтир у галузі інфляції, як правило, визначається в загальних термінах, таких як «низька інфляція».

2. Засновувати політику безпосередньо на чіткому кінцевому цільовому орієнтирі у галузі інфляції. Зазвичай такий орієнтир встановлюється для майбутньої інфляції, щоб врахувати часовий лаг у сфері грошово-кредитної політики і його вплив на інфляцію. За таких умов політика центрального банку буде змінюватися на основі врахування змін проміжних змінних показників, що характеризують як попит, так і пропозицію в економіці. Наприклад, ціни на активи, інфляційні очікування, реальний обсяг виробництва, зростання обсягу кредитування, бюджетно-податкова політика і витрати на заробітну плату можуть контролюватися на рівні зі зміною кількості грошей в обігу і валютного курсу.

Для того, щоб зростання грошової маси або валютного курсу були індикаторами інфляції, необхідно, щоб існував прогнозований зв'язок між зростанням грошової маси і майбутньою інфляцією цін. Це означає, що центральний банк має встановити проміжний цільовий орієнтир, який би забезпечував досягнення намічених цільових орієнтирів.

Рівняння кількісної теорії  $\left( M = \frac{PY}{V} \right)$ , як правило, використовується як основа для визначення таких монетарних цільових орієнтирів. Проміжний монетарний цільовий орієнтир може використовуватися в рамках кількісної теорії за допомогою таких кроків:

– встановлення бажаного кінцевого цільового орієнтиру для майбутньої інфляції;

– оцінка тенденції основного потенціалу зростання реального обсягу виробництва;

– прогнозування показника зростання швидкості обігу грошей. Це дає проміжний цільовий орієнтир зростання грошової маси, що буде відповідати кінцевому цільовому орієнтиру в галузі інфляції.

У Німеччині, де зростання швидкості обігу грошової маси в широкому розумінні в останні десятиріччя було досить стабільним, Бундесбанк використовував такий підхід при визначенні щорічних проміжних цільових орієнтирів зростання широкого показника грошової маси. Типовий приклад, використовуваний у Німеччині, наведено в табл. 1.1. У цьому прикладі цільовий орієнтир у галузі інфляції визначено у розмірі 2% річних, зростання реального обсягу виробництва складе 2,25% за рік, а швидкість обігу широкого показника грошової маси (М3), зменшиться на 1%. Це дає можливість розрахувати середньостроковий цільовий орієнтир для широкого показника грошової маси на рівні 5,35%. З метою допуску на деяку невизначеність щодо зростання швидкості обігу грошей Бундесбанк встановлював діапазон зростання М3 в межах 4–7% на рік.

Таблиця 1.1

**Визначення монетарного цільового орієнтира на основі використання рівняння кількісної теорії на прикладі Німеччини**

Показник	%
Кінцевий цільовий орієнтир (P)	2,00
Передбачувана тенденція економічного зростання (Y)	2,25
Передбачуване зменшення швидкості обігу грошей (V)	1,00
Цільовий орієнтир зростання грошової маси (M3)	5,35

Однак практичне застосування формули кількісної теорії грошей пов'язане з низкою практичних труднощів:

– є кілька можливих методів виміру показників формули, що дає різні значення. Для того, щоб теорія приносила практичну користь, необхідно знайти методи визначення Y і M, що дають прогнозований результат у сфері обігу грошей;

– потенційний обсяг виробництва залежить від значної кількості факторів виробництва. Їх дуже важко вимірити і спрогнозувати, особливо, якщо економіка проходить через великі структурні зміни у виробничій сфері;

– недостатньо чітко визначено поняття та показники самих грошей, що ускладнює їх вимір і контроль.

На практиці в різних країнах і в різні проміжки часу в якості цільових показників використовувалися різні грошові агрегати; деякі країни одночасно встановлювали навіть більше одного показника. Практично це

відображає розходження в розрізі країн досвіду, що стосується управління стабільністю, швидкістю обігу грошової маси.

Для багатьох країн, включаючи ті, де відбувається фінансова лібералізація і макроекономічна стабілізація, складно було спрогнозувати швидкість обігу грошей. Фінансова лібералізація, як правило, призводить до постійного підвищення попиту на гроші в широкому розумінні, так що швидкість обігу грошей, або відношення номінального ВВП до кількості грошей, скорочується. Тому збільшення широкого показника грошової маси під час процесу лібералізації не обов'язково може бути причиною зростання інфляції в майбутньому. Якщо цього не визнавати, то грошово-кредитна політика може бути більш жорсткою без необхідності. Навпаки, коли попит на гроші зменшується і зростає швидкість їх обігу, збільшення грошової маси призведе до вищої інфляції, ніж раніше. Якщо це не визнати, то політика може бути занадто м'якою. Якщо відбуваються часті несподівані зміни швидкості обігу грошей, то виконання монетарних цільових показників може бути ускладненим, що спричинить часті короткострокові коливання відсоткових ставок і реального обсягу виробництва.

Ці проблеми означають, що в короткостроковій перспективі вплив грошово-кредитної політики на реальний обсяг виробництва і швидкість обігу грошей, навіть якщо вона може бути чітко визначена, може виявитися непередбаченим. За таких умов певна гнучкість у визначенні цільових орієнтирів може бути корисною навіть за рахунок деякої прозорості грошово-кредитної політики.

В основному через складність прогнозування швидкості обігу грошей ряд країн відмовились від цього показника як проміжного орієнтира у сфері грошово-кредитної політики на користь проміжних орієнтирів за валютним курсом для невеликих відкритих економік, або на користь інфляції. Цільові показники грошово-кредитної політики на основі інфляції встановлено в Австралії, Великобританії, Ізраїлі, Іспанії, Канаді, Новій Зеландії, ПАР, Польщі, Угорщині, Фінляндії, Чехії, Швейцарії, Швеції та ін.

Цільові орієнтири на основі валютного курсу мають ті переваги, що є очевидними для широкого кола суб'єктів господарювання і припускають визначення валютного курсу на основі «країни-якоря» з низькою інфляцією. Згодом це може призвести до конвергенції ринкових цін та інфляції цін у цій країні.

Використання цільових орієнтирів на основі валютного курсу означає, що внутрішня економічна політика цієї країни будується відповідно до грошово-кредитної політики «країни-якоря». На відміну від монетарних цільових орієнтирів орієнтири за валютним курсом не допускають короткострокових коливань відсоткових ставок і реального обсягу виробництва, пов'язаних з несподіваними змінами попиту на гроші. При фіксованому валютному курсі зміни попиту на гроші балансуються зовнішнім впливом

на грошову масу (через приплив капіталу). Разом з цим, вони мають недоліки порівняно з монетарними цільовими орієнтирами у разі помітних негативних змін у секторі матеріального виробництва, таких як погіршення умов торгівлі, зниження продуктивності чи втрата експортних ринків. Фіксація валютного курсу припускає фіксацію відносної ціни і не допускає, щоб негативне реальне потрясіння економіки було скориговано за рахунок девальвації. Якщо заробітна плата і внутрішні ціни не будуть гнучкими в повному обсязі, реальне виробництво буде скорочуватися, принаймні, тимчасово. Навпаки, у випадку з цільовими орієнтирами на основі зростання грошової маси відсоткові ставки частково знижуються для компенсації такого негативного впливу.

Цільові орієнтири грошово-кредитної політики на основі інфляції, як правило, припускають підготовку прогнозу інфляції для зіставлення з іншими цільовими орієнтирами. Якщо очікується, що рівень інфляції відхилиться від цільового орієнтира, то це буде означати необхідність зміни грошово-кредитної політики: посилення її жорсткості, якщо прогнозується перевищення цільового орієнтира, і послаблення політики, якщо рівень інфляції прогнозується нижче цільового орієнтира. Кінцеві цільові орієнтири, як правило, встановлюються у вигляді діапазонів, а не фіксованих точок. Частково таку гнучкість було закладено для пом'якшення порушень економічної рівноваги відносно обсягів виробництва, що також впливає і на ціни. Власне, прогноз інфляції буде залежати, принаймні частково, від моделі, що включає кілька каналів впливу змін у відсоткових ставках. Такий підхід має переваги і дає змогу використовувати більший обсяг інформації, ніж той, що представляється однією змінною величиною на основі грошової маси чи валютного курсу.

Отже, грошово-кредитна політика є не просто складовою загально-економічної політики, а її ключовим елементом з огляду на результативність і ефективний вплив на економіку. Застосування монетарних методів, на відміну від використання адміністративних, дає можливість зберегти ринкові механізми і мотивацію економічних агентів, сприяє підвищенню ефективності ринкових механізмів у частині саморегулювання, нейтралізуючи певні недоліки, внутрішньо притаманні ринковій економіці.

## **1.7. Національний банк України: історія створення, статус і функції**

Національний банк України – центральний банк України, особливий центральний орган державного управління, юридичний статус, завдання, функції, повноваження і принципи організації якого визначені Конституцією України та Законом України «Про Національний банк України».

За часів Російської імперії Україна не мала власного центрального банку, деякі його функції виконувала Київська контора Державного банку Російської імперії, яка була третьою за значенням у Росії. Тривалий час її очолював М.Х. Бунге. Після проголошення у 1917 р. УНР було створено Державний банк УНР. Після втрати Україною державності ДБ УНР функціонував у еміграції. Під час громадянської війни 1918–1920 рр. в Україні банківська система не діяла і почала функціонувати тільки із запровадженням нової економічної політики Радянської Росії. 12 грудня 1921 р. розпочала діяльність Всеукраїнська контора Держбанку у Харкові. Система Держбанку розвивалась в Україні шляхом створення відділень і контор у великих містах та обласних центрах. Після утворення СРСР ці установи стали філіями Держбанку УРСР. У 1955 р. була створена Українська республіканська контора Держбанку СРСР, яка взяла на себе функції управління регіональними банківськими установами України і підпорядковувалась Держбанку СРСР. Республіканська контора, яка згодом була перейменована на Український республіканський банк, за статусом мала ознаки центрального банку і діяла до створення Національного банку України [88].

Створення НБУ було спричинено розпадом СРСР і його централізованої банківської системи. Декларація про державний суверенітет України, ухвалена Верховною Радою України в липні 1990 р., проголосила курс на політичну та економічну самостійність України як незалежної держави. Для реалізації цього курсу потрібні були власні банківська і грошова системи. Законом «Про банки і банківську діяльність», прийнятим у березні 1991 р., проголошено створення самостійної дворівневої банківської системи ринкового типу, перший рівень якої становить НБУ, а другий – комерційні банки. Передбачалося: ввести в дію вказаний закон з 1 травня 1991 р.; проголосити власністю України всі філії банків колишнього СРСР, які діяли на території України, включаючи Український республіканський банк Держбанку СРСР; створити на базі Українського республіканського банку Держбанку СРСР Національний банк України; розробити до 1 травня 1991 р. проект статуту НБУ, визначити структуру та чисельність центрального апарату, мережу установ тощо. Таким чином були закладені організаційно-правові основи створення і подальшого розвитку НБУ. Формування НБУ в наступні роки відбувалося в надзвичайно складних умовах перехідної економіки, побудови принципово нової системи державного управління, докорінної зміни політичної ситуації в країні, наростання хронічної економічної та фінансової кризи. За таких умов НБУ було дуже складно вирішувати не тільки загальноекономічні та політичні завдання, такі як отримання належного центральному банку статусу і місця в системі державного управління, розробка і реалізація адекватної умов грошово-кредитної політики, управління грошовим оборотом, регулювання валютного ринку тощо, а й конкретні практичні завдання,

пов'язані зі створенням матеріально-технічної бази, формуванням персоналу, розробкою нормативно-правової бази банківської діяльності. Вирішення цих завдань ускладнювалося ще й тим, що НБУ в своєму розвитку не мав підготовчого періоду і йому доводилося все вирішувати негайно.

Найпомітнішими подіями, що визначили розвиток НБУ як центрального банку держави, були: закріплення за ним права на емісію національних грошей України; розробка теоретично-методологічних засад грошово-кредитної політики та організаційного механізму її реалізації; у 1995 р. був створений ринок державних цінних паперів і НБУ одержав у своє розпорядження такий важливий інструмент цієї політики як операції на відкритому ринку<sup>3</sup>; розмежування емісійної діяльності НБУ і бюджетного процесу Міністерства фінансів, надання взаємовідносинам цих двох фінансових органів держави чіткої визначеності і прозорості; запровадження традиційного для країн із ринковою економікою механізму обслуговування бюджетного дефіциту через ринок державних цінних паперів, національної платіжної системи, міжбанківських розрахунків із застосуванням новітніх технологій переказування коштів на основі електронних платежів; запровадження дієвого механізму регулювання валютного ринку, що базується на використанні валютних інтервенцій, запровадження валютного ліцензування та валютного контролю, формування золотовалютних резервів, лібералізації валютного ринку України; проведення грошової реформи та запровадження гривні в 1996 р., створення механізму державного нагляду за діяльністю комерційних банків; введення в дію в 1994 р. Банкотно-монетного двору, спроможного забезпечити власними силами потреби економіки в готівкових грошах. Визначною віхою в розвитку НБУ стала ухвала Верховною Радою України в 1999 р. Закону «Про Національний банк України». Цим, по суті, було завершено інституційне становлення НБУ як центрального банку, законодавчо зафіксовано його місце в економічній системі, чітко окреслено статус, функції та механізми управління відповідно до нових умов та перспектив розвитку України. У ході свого становлення НБУ вдалося досягти подолання гіперінфляції й утримання інфляційного процесу протягом тривалого часу у допустимих параметрах, обмеження впливу на національну економіку та банківську систему обвальних фінансових криз у 1997–1998 рр.; забезпечити відносну стабільність національних грошей, практично безперебійне функціонування валютного ринку тощо.

---

<sup>3</sup> Відкритий ринок – ринок, на якому здійснюються операції з купівлі-продажу цінних паперів між особами, що не є первинними кредиторами та позичальниками, і коли кошти внаслідок продажу цінних паперів на такому ринку надходять на користь держателя цінних паперів, а не їх емітента. Використовується центральними банками для купівлі-продажу, як правило, короткострокових державних цінних паперів з метою регулювання грошової маси.

За своїм правовим статусом Національний банк не входить в жодну з гілок влади, проте він підзвітний Президенту України та Верховній Раді в межах їх конституційних повноважень. Зокрема, призначення на посаду та звільнення з посади Голови Національного банку здійснюється Верховною Радою України за поданням Президента України; формування Президентом і Верховною Радою Ради Національного банку. Щорічно Національний банк інформує Верховну Раду України про напрями грошово-кредитної і валютної політики, розробленої НБУ на наступний рік і на більш тривалий період. Двічі на рік надає Президенту України і Верховній Раді інформацію про стан грошово-кредитного ринку в державі. З Кабінетом Міністрів України проводяться взаємні консультації з питань грошово-кредитної політики, розроблення і здійснення загальнодержавної програми економічного та соціального розвитку. На запит Кабміну Національний банк надає інформацію щодо монетарних процесів та ін.

Згідно із Законом «Про Національний банк України» не допускається втручання органів законодавчої та виконавчої влади або їх посадових осіб у виконання функцій і повноважень Ради чи Правління НБУ інакше, як у межах, визначених у зазначеному законі.

Національний банк України є юридичною особою, має відокремлене майно, що є об'єктом права державної власності та перебуває у його повному господарському віданні, і статутний капітал у розмірі 10 млн. грн., який є державною власністю і служить для забезпечення зобов'язань Національного банку України. Джерелами формування статутного капіталу Національного банку є доходи його кошторису, а при необхідності – Державний бюджет України. Одержання прибутку не є метою діяльності Національного банку [171].

Національний банк не відповідає за зобов'язаннями органів державної влади та інших банків, а органи державної влади та інші банки не відповідають за зобов'язаннями Національного банку, крім випадків, коли вони добровільно беруть на себе такі зобов'язання. НБУ забороняється надавати прямі кредити як у національній, так і в іноземній валюті на фінансування витрат Державного бюджету України [171].

Згідно зі статтею 99 Конституції України основною функцією Національного банку України є забезпечення стабільності грошової одиниці – гривні. На виконання своєї основної функції Національний банк сприяє дотриманню стабільності банківської системи, а також, у межах своїх повноважень, – цінової стабільності<sup>4</sup>.

Згідно Закону України «Про Національний банк України» НБУ виконує такі функції:

---

<sup>4</sup> Цінова стабільність – утримання системи цін на певному рівні шляхом підтримки стабільного курсу грошової одиниці України.

1) відповідно до розроблених Радою Національного банку України Основних засад грошово-кредитної політики визначає та проводить грошово-кредитну політику;

2) монопольно здійснює емісію національної валюти України та організовує її обіг;

3) виступає кредитором останньої інстанції<sup>5</sup> для банків і організовує систему рефінансування;

4) встановлює для банків правила проведення банківських операцій, бухгалтерського обліку і звітності, захисту інформації, коштів та майна;

5) організовує створення та методологічно забезпечує систему грошово-кредитної і банківської статистичної інформації та статистики платіжного балансу<sup>6</sup>;

6) визначає систему, порядок і форми платежів, у тому числі між банками;

7) визначає напрями розвитку сучасних електронних банківських технологій, створює, координує та контролює створення електронних платіжних засобів, платіжних систем, автоматизації банківської діяльності та засобів захисту банківської інформації;

8) здійснює банківське регулювання та нагляд<sup>7</sup>;

9) веде Державний реєстр банків, здійснює ліцензування банківської діяльності та операцій у передбачених законами випадках;

10) веде офіційний реєстр ідентифікаційних номерів емітентів платіжних карток внутрішньодержавних платіжних систем;

---

<sup>5</sup> Кредитор останньої інстанції – це, як правило, Національний банк України, до якого може звернутися банк або інша кредитна установа для отримання рефінансування у разі вичерпання інших можливостей рефінансування. НБУ має право, але не зобов'язаний, надавати кредити для рефінансування банку, якщо це не тягне за собою ризиків для банківської системи.

<sup>6</sup> Платіжний баланс – співвідношення між сумою грошових надходжень, отриманих країною з-за кордону, і сумою здійснених нею платежів за кордон протягом певного періоду. До платіжного балансу входять розрахунки за зовнішньою торгівлею, послугами, неторговими операціями, доходи від капіталовкладень за кордоном, торгівлі ліцензіями, від фрахтування та обслуговування кораблів, туризму, утримання дипломатичних і торгових представництв за кордоном, грошові перекази окремих осіб, виплати іншим країнам за позики тощо. Платіжний баланс включає рух капіталів: інвестиції та кредити.

<sup>7</sup> Банківське регулювання – одна із функцій НБУ, яка полягає у створенні системи норм, що регулюють діяльність банків, визначають загальні принципи банківської діяльності, порядок здійснення банківського нагляду, відповідальність за порушення банківського законодавства.

Банківський нагляд – система контролю та активних впорядкованих дій НБУ, спрямованих на забезпечення дотримання банками та іншими особами, стосовно яких НБУ здійснює наглядову діяльність законодавства України і встановлених нормативів, з метою забезпечення стабільності банківської системи та захисту інтересів вкладників та кредиторів банку.



11) здійснює сертифікацію аудиторів, які проводитимуть аудиторську перевірку банків, тимчасових адміністраторів та ліквідаторів банку;

12) складає платіжний баланс, здійснює його аналіз та прогнозування;

13) представляє інтереси України в центральних банках інших держав, міжнародних банках та інших кредитних установах, де співробітництво здійснюється на рівні центральних банків;

14) здійснює відповідно до визначених спеціальним законом повноважень валютне регулювання, визначає порядок здійснення операцій в іноземній валюті, організовує і здійснює валютний контроль за банками та іншими фінансовими установами, які отримали ліцензію НБУ на здійснення валютних операцій;

15) забезпечує накопичення та зберігання золотовалютних резервів<sup>8</sup> та здійснення операцій з ними та банківськими металами<sup>9</sup>;

16) аналізує стан грошово-кредитних, фінансових, цінових та валютних відносин;

17) організовує інкасацію та перевезення банкнот і монет та інших цінностей, видає ліцензії на право інкасації та перевезення банкнот і монет та інших цінностей;

18) реалізує державну політику з питань захисту державних секретів у системі НБУ;

19) бере участь у підготовці кадрів для банківської системи України;

20) визначає особливості функціонування банківської системи України в разі введення воєнного стану чи особливого періоду, здійснює мобілізаційну підготовку системи Національного банку;

21) вносить у встановленому порядку пропозиції щодо законодавчого врегулювання питань, спрямованих на виконання функцій Національного банку України;

22) здійснює методологічне забезпечення з питань зберігання, захисту, використання та розкриття інформації, що становить банківську таємницю;

23) здійснює інші функції у фінансово-кредитній сфері в межах своєї компетенції, визначеної Законом «Про Національний банк України».

Відповідно до Закону «Про Національний банк України» для забезпечення виконання покладених на нього функцій НБУ проводить такі операції:

---

<sup>8</sup> Золотовалютний резерв – резерви України, відображені у балансі Національного банку, що включають в себе активи, визнані світовим співтовариством як міжнародні і призначені для міжнародних розрахунків.

<sup>9</sup> Банківські метали – золото, срібло, платина, метали платинової групи, доведені (афіновані) до найвищих проб відповідно до світових стандартів, у зливках і порошках, що мають сертифікат якості, а також монети, вироблені з дорогоцінних металів.

– надає кредити банкам для підтримки ліквідності за ставкою не нижче ставки рефінансування НБУ<sup>10</sup> та в порядку, визначеному Національним банком;

– надає кредити Фонду гарантування вкладів фізичних осіб під заставу цінних паперів за ціною не нижче індексу інфляції терміном на 5 років;

– здійснює дисконтні операції з вексями і чеками в порядку, визначеному Національним банком;

– купує та продає на вторинному ринку цінні папери у порядку, передбаченому законодавством України;

– відкриває власні кореспондентські та металеві рахунки у закордонних банках і веде рахунки банків-кореспондентів;

– купує та продає валютні цінності з метою монетарного регулювання;

– зберігає банківські метали, а також купує та продає банківські метали, дорогоцінні метали та камені та інші коштовності, пам'ятні та інвестиційні монети з дорогоцінних металів на внутрішньому і зовнішньому ринках без квотування і ліцензування;

– розміщує золотовалютні резерви самостійно або через банки, уповноважені ним на ведення валютних операцій, виконує операції з золотовалютними резервами України з банками, рейтинг яких за класифікацією міжнародних рейтингових агентств відповідає вимогам до першокласних банків не нижче категорії А;

– приймає на зберігання та в управління державні цінні папери й інші цінності;

– видає гарантії і поруки відповідно до положення, затвердженого Радою НБУ;

– веде рахунок Державного казначейства України без оплати і нарахування відсотків;

– виконує операції по обслуговуванню державного боргу, пов'язані із розміщенням державних цінних паперів, їх погашенням і виплатою доходу за ними;

– веде особові рахунки працівників НБУ;

– веде рахунки міжнародних організацій;

– здійснює безспірне списання коштів з рахунків своїх клієнтів відповідно до законодавства України, в тому числі за рішенням суду [171].

Окрім того, НБУ має право здійснювати й інші операції, необхідні для забезпечення виконання своїх функцій, а також встановлювати плату за надані ним послуги (здійснені операції).

---

<sup>10</sup>Ставки рефінансування Національного банку України – виражена у відсотках плата за кредити, що надаються комерційним банкам, яка встановлюється Національним банком України з метою впливу на грошовий оборот та кредитування.

Основними економічними засобами і методами грошово-кредитної політики є регулювання обсягу грошової маси через [171]:

1) визначення та регулювання норм обов'язкових резервів для банків (встановлюється єдиним для банків у процентному відношенні до загальної суми залучених банком коштів у національній та іноземній валюті, для різних видів зобов'язань можуть встановлюватися різні нормативи, рішення про підвищення нормативу обов'язкового резервування набирає чинності не раніше ніж через 10 днів після його опублікування);

2) процентну політику (встановлення порядку визначення облікової ставки та інших процентних ставок за операціями НБУ);

3) рефінансування комерційних банків;

4) управління золотовалютними резервами через здійснення валютних інтервенцій шляхом купівлі-продажу валютних цінностей на валютних ринках з метою впливу на курс гривні до іноземних валют і на загальний попит та пропозицію грошей в Україні;

5) операції з цінними паперами (крім цінних паперів, що підтверджують корпоративні права), у тому числі з казначейськими зобов'язаннями, на відкритому ринку;

6) регулювання імпорту та експорту капіталу;

7) емісія власних боргових зобов'язань та операції з ними.

Для ефективної діяльності центрального банку важливе значення має його організаційна структура. Структура Національного банку України будується за принципом централізації з вертикальним підпорядкуванням. Національний банк України самостійно вирішує питання організації, створення, ліквідації та реорганізації спеціалізованих підприємств, інших структурних одиниць і підрозділів, затверджує їхні статuti і положення в межах чинного законодавства.

До системи Національного банку входять:

- центральний апарат, розташований у м. Києві;
- Кримське республіканське і 24 обласних управління;
- розрахункові палати;
- Банкотно-монетний двір;
- фабрика банкотного паперу;
- Державна скарбниця України;
- Центральне сховище;
- спеціалізовані підприємства, банківські навчальні заклади, інші структурні одиниці і підрозділи, необхідні для забезпечення діяльності НБУ.

Національний банк може відкривати свої установи, філії та представництва в Україні, а також представництва за її межами. Філії (територіальні управління) не мають статусу юридичної особи і діють від імені Національного банку в межах отриманих від нього повноважень.

Керівними органами Національного банку є Рада Національного банку України і Правління Національного банку.

Рада Національного банку України здійснює контроль за проведенням грошово-кредитної політики виконавчими структурами центрального банку. Вона складається з п'ятнадцяти осіб, сім з яких призначає Президент, і сім – Верховна Рада, Голова Національного банку входить до Ради за посадою. Засідання Ради Національного банку проводяться не рідше одного разу на квартал.

Строк повноважень членів Ради Національного банку – 7 років, окрім Голови Національного банку, який призначається на строк здійснення своїх повноважень на посаді. Голова Ради та його заступник обираються Радою Національного банку строком на три роки.

За Законом України «Про Національний банк України» повноваженнями Ради є:

- розробка відповідно до загальнодержавної програми економічного розвитку та основних параметрів економічного та соціального розвитку України основних засад грошово-кредитної політики, а також контроль за їх виконанням;

- аналіз впливу грошово-кредитної політики України на стан соціально-економічного розвитку України та розробка пропозицій щодо внесення відповідних змін до неї;

- затвердження Регламенту Ради Національного банку України;

- затвердження кошторису доходів та витрат Національного банку та подання Верховній Раді України та Кабінету Міністрів України прогнорозованих відомостей про сальдо кошторису для включення до проекту Державного бюджету України на наступний рік;

- прийняття рішення про збільшення розміру статутного капіталу Національного банку;

- визначення аудиторської компанії для проведення аудиторської перевірки Національного банку, розгляд аудиторського висновку та затвердження бухгалтерського балансу Національного банку;

- затвердження рішення Правління Національного банку про участь у міжнародних фінансових організаціях та ін.

Рада Національного банку також може вносити рекомендації Правлінню НБУ в межах розроблених Основних засад грошово-кредитної політики 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 та ін.

Рада Національного банку має право застосування відкладального вето щодо рішень Правління НБУ з таких питань:

– диверсифікації активів Національного банку та їх ліквідності;

– лімітів позабалансових зобов'язань;

– формування резервів, покриття фінансових ризиків;

– порядку відрахувань доходів до Державного бюджету України;

– мінімального розміру золотовалютних резервів та ін.

Рада Національного банку не має права втручатися в оперативну діяльність Правління Національного банку.

Безпосереднім виконавчим керівним органом Національного банку є Правління, який здійснює управління діяльністю центрального банку. Очолює Правління Голова Національного банку України. Кількісний та персональний склад Правління Національного банку затверджується Радою Національного банку за поданням Голови Національного банку, заступники Голови Національного банку входять до його складу за посадою.

Правління Національного банку згідно з Основними засадами грошово-кредитної політики через відповідні монетарні інструменти та інші засоби банківського регулювання забезпечує реалізацію грошово-кредитної політики, забезпечує виконання інших функцій відповідно до статей 6 і 7 Закону «Про Національний банк України», вирішує організаційні, координаційні та контрольні питання діяльності Національного банку [171].

Голова Національного банку призначається Верховною Радою за поданням Президента більшістю від конституційного складу Верховної Ради строком на 5 років.

Відповідно до Закону «Про Національний банк України» Голова Національного банку:

– керує діяльністю Національного банку;

– діє від імені Національного банку і представляє його інтереси без доручення у відносинах з органами державної влади, з банками, фінансовими та кредитними установами, міжнародними організаціями, іншими установами і організаціями;

– головує на засіданнях Правління Національного банку;

– підписує протоколи, постанови Правління Національного банку, накази та розпорядження, а також угоди, що укладаються Національним банком;

– розподіляє обов'язки між заступниками Голови НБУ;

– видає розпорядчі акти, обов'язкові до виконання усіма службовцями Національного банку, його підприємствами, установами та ін.

Голова Національного банку одноосібно несе відповідальність перед Верховною Радою та Президентом за діяльність Національного банку України.

Національний банк видає нормативно-правові акти з питань, віднесених до його повноважень, у формі постанов Правління НБУ, а також інструкцій, положень, правил, що затверджуються постановами Правління НБУ. Ці акти є обов'язковими для органів державної влади і органів місцевого самоврядування, банків, підприємств, організацій та установ незалежно від форм власності, а також для фізичних осіб.

Згідно із Законом «Про Національний банк України» не допускається втручання органів законодавчої та виконавчої влади або їх посадових осіб у виконання функцій і повноважень Ради чи Правління НБУ інакше, як у межах, визначених у зазначеному законі.

### **1.8. Особливості грошово-кредитної політики України**

Весь шлях монетарного розвитку України можна умовно поділити на окремі етапи, кожному з яких притаманні свої особливості становлення та проведення грошово-кредитної політики [211].

*Перший етап (1992–1996 рр.)* характеризувався створенням національної грошової системи на основі запровадження в обіг українського карбованця та підготовки до введення в обіг національної валюти. З самого початку розроблені Національним банком України у 1992 р. основні напрями грошово-кредитної політики на період до запровадження повноцінної національної валюти передбачали зосередження зусиль Національного банку на стабілізації діючої грошової одиниці та подоланні інфляції.

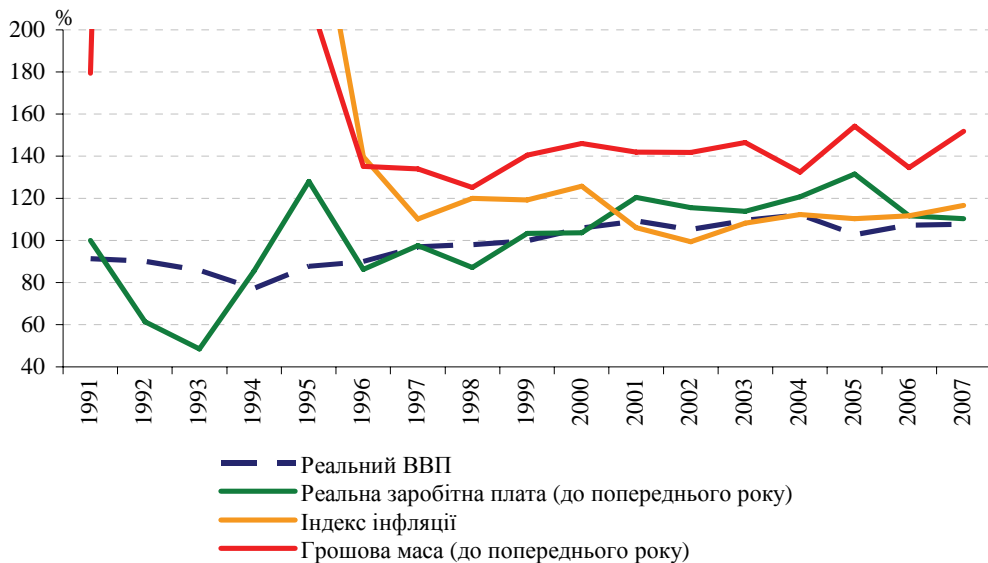
Так, у 1992 р. рівень інфляції перевищив 2000%, а в 1993 р. він досяг гіперінфляційного значення – понад 10000%. Це призвело до різкого зниження економічної активності виробників і життєвого рівня населення. Темпи зростання реального ВВП знизилися з 90,1% у 1992 р. до 77,1% – у 1994 році (табл. 1.2, рис. 1.4).

Посиленню інфляційних процесів сприяли додаткові вливання грошей в економіку через кредитну систему (надання кредитів окремим галузям, підприємствам на поповнення їх обігових коштів). Монетарна політика цього часу була підпорядкована емісійній підтримці безперспективної економічної системи і мала на меті не допустити її остаточного розвалу й уникнути структурної перебудови. Це було непосильним завданням і, як наслідок, – гіперінфляція 1993 р., а економіка потрапила у так зване замкнене коло, тобто зростання емісії грошової маси посилювало інфляційні очікування, що спричинило ще більше зростання цін та в кінцевому підсумку – падіння обсягів виробництва.

Таблиця 1.2

**Динаміка монетарних та макроекономічних показників в Україні  
в 1992–2008 рр. (на кінець періоду), %**

Рік	Реальний ВВП	Реальна заробітна плата (до попереднього року)	Індекс інфляції	Грошова маса (до попереднього року)
1991	91,3	100	390,0	179,4
1992	90,1	61,3	2100,0	1048,2
1993	85,8	48,5	10256,0	1928,0
1994	77,1	85,4	501,0	667,2
1995	87,8	128,1	281,7	215,5
1996	90,0	86,2	139,7	135,1
1997	97,0	97,6	110,1	133,9
1998	98,1	87,1	120,0	125,2
1999	99,8	103,4	119,2	140,5
2000	105,9	103,6	125,8	146,1
2001	109,2	120,4	106,1	141,9
2002	105,2	115,6	99,4	141,8
2003	109,6	113,8	108,2	146,5
2004	112,1	120,8	112,3	132,4
2005	102,7	131,5	110,3	154,3
2006	107,3	111,7	111,6	134,5
2007	107,6	110,3	116,6	151,7



**Рис. 1.4. Графічне зображення динаміки ВВП, заробітної плати, інфляції та грошової маси у 1992–2008 рр. (на початок періоду)**

Якщо зростання грошової маси в обігу в 1992 р. більш ніж у 10 разів призвело до скорочення реального ВВП до 90,1%, то 20-кратне збільшення маси грошей упродовж 1993 р. – до ще нижчого показника реального ВВП – 85,8%. Крім того, на розвиток інфляційних процесів великий вплив мали фактори немонетарного характеру, що безпосередньо не контролюються Національним банком. Це насамперед відсутність структурних змін у виробництві, монополізація окремих галузей і підприємств, зовнішньоекономічні фактори (наприклад, стрімке підвищення Росією цін на енергоносії тощо).

Унаслідок жорсткої монетарної політики Центрального банку Російської федерації виникла необхідність уведення українського карбованця в безготівковий обіг та створення на його основі національної грошової системи України. Із запровадженням Росією з 1 липня 1992 р. розрахунків за взаємні поставки через єдині коррахунки центральних банків республік колишнього СРСР у ЦБРФ фактично було порушено єдність рублевого простору і виникла нагальна потреба проведення Україною першого етапу грошової реформи.

Необхідність створення умов для проведення самостійної валютної політики, державного регулювання зовнішньої торгівлі та руху капіталів прискорила припинення функціонування рубля і введення Національним банком з листопада 1992 р. перехідної національної валюти – карбованця (в готівковому обігу – купонів). З цього часу Національний банк міг самостійно регулювати емісію і потоки грошей, повністю і своєчасно задовольняти потреби господарства і населення в грошовій готівці.

Однак мали місце й такі негативні фактори, як відсутність належного юридичного статусу купона (він був створений як паралельна валюта, що обслуговує готівковий обіг), обмеженість сфери його обігу, розрив у часі між введенням купона і українського карбованця, дефіцит товарного забезпечення і посилення інфляційних процесів. Разом із проведенням м'якої монетарної політики, на якій наполягав Уряд, це призвело до знецінення купоно-карбованця щодо рубля та інших іноземних валют.

Національному банку стримати його зниження адміністративним методом за допомогою встановлення офіційного курсу не вдавалося через великий попит на російські рублі порівняно з їх пропозицією. Зазнав суттєвої девальвації протягом 1992 р. курс карбованця щодо вільноконвертованих валют – він знизився майже в шість разів з тих самих причин. На той час Національний банк не мав економічних методів для підтримки свого курсу, оскільки ще не був сформований валютний резерв Національного банку і робота з його створення лише розпочиналася. Навіть наданий кредит у розмірі 40 млрд. рублів у формі операції swap був використаний Урядом України на потреби держави. Кошти ж державного валютного



фонду, розміщеного в Державному експортно-імпортному банку, також майже повністю витрачалися на фінансування потреб виробництва. Проводити інтервенції для стабілізації курсу українського карбованця Національному банку не дозволялося.

Валютного ринку, що мав забезпечувати тісний взаємозв'язок між уповноваженими торговцями валютою, в Україні в 1992 р. практично не було. Банки, як правило, обслуговували клієнтів у межах своїх внутрішніх можливостей, не виходячи на міжбанківський ринок.

У 1993 р. загальний стан економіки характеризувався ще глибшим спадом виробництва, скороченням споживання і нагромадження, уповільненням ходу реформ. Негативні явища поглибили фінансову кризу, яка пов'язана значною мірою з ціновими і структурними диспропорціями, проведенням політики підвищення цін і заробітної плати, що вимагало відповідного нарощування грошової маси в обігу. Тобто монетарні тенденції були тісно пов'язані із значним розвитком інфляційного процесу.

Через підвищення в 56 разів цін на імпортовану нафту в народному господарстві почали загострюватись фінансові проблеми, розв'язання яких було здійснено шляхом адміністративного підвищення цін на сільгосппродукцію та збільшення обсягів емісійних кредитів в агропромисловий комплекс. За цих умов середньомісячні темпи зростання грошової маси перевищили 50%, а цін – майже 60%.

Усього впродовж 1993 р. Національний банк здійснив первинну кредитну емісію в сумі 25 трлн. крб., причому із загального обсягу коштів на кредитування комерційних банків було витрачено 11,2 трлн. крб., що в 47 разів більше ніж у попередньому році. Продовжувалася практика кредитування банків та Уряду в основному згідно з постановами Верховної Ради України. На кінець року заборгованість за кредитами Уряду у 8 разів перевищила минулорічні обсяги і становила 13,8 трлн. крб.

Перед Національним банком постало завдання щодо обов'язкового скорочення темпів нарощування грошової маси. Проте це почало впливати на зменшення показників ліквідності комерційних банків в умовах зростання цін, що поставило під загрозу належне здійснення розрахунків у народному господарстві. Саме ці дві причини примусили Національний банк наприкінці 1993 р. тимчасово застосувати такий надзвичайний захід, як абсолютне обмеження обсягів кредитування банками.

Також були вжиті заходи щодо значного стримування випуску в обіг засобів платежу наприкінці року, у результаті чого темпи зростання цін перевищили темпи зростання випуску платіжних засобів, що свідчить про доцільність дій Національного банку в напрямі забезпечення в майбутньому поставлених цілей щодо зниження інфляції.

Національний банк продовжив роботу з удосконалення валютного ринку, важливим елементом якого стала Українська міжбанківська валютна біржа. Від перших торгів у листопаді 1992 р. до березня 1993 р. кількість банків-учасників зростає з 4 до 22, збільшилися обсяги торгів, особливо після запровадження 50% обов'язкового продажу валютних надходжень.

Позитивно на валютний ринок країни вплинув пакет декретів Кабінету Міністрів про систему валютного регулювання, утворивши правову базу його функціонування. Разом із заходами Національного банку щодо збільшення процентної ставки рефінансування і мораторієм на кредитну емісію це дало змогу стабілізувати курс карбованця протягом двох місяців.

Але подальше втручання владних структур у роботу валютного ринку призвело до негативних наслідків для економіки. У зв'язку з рішенням Кабінету Міністрів про обов'язковий продаж за курсом Національного банку через Промінвестбанк 50% валютних надходжень для забезпечення розрахунків за енергоносії та інший критичний імпорту у серпні знизився обсяг продажу валюти на біржі і відповідно піднявся курс іноземних валют до українського карбованця. Це завдало значних збитків експортерам, спонукавши їх приховувати валютну виручку, що призвело до звуження валютного ринку.

Однак найбільшого удару стабільності валютного ринку і курсу карбованця завдало рішення Верховної Ради України про чергову емісію для покриття потреб сільського господарства. Спровоковане цим падіння курсу карбованця загостило питання про ціну імпортованого газу і нафти. Намагаючись хоч якось взяти ситуацію під контроль, Уряд наполіг на запровадженні фіксованого курсу українського карбованця (розрахований Міністерством економіки) для обов'язкового продажу валюти. Пізніше цей курс був поширений і на необов'язковий продаж, що означало припинення роботи біржі і повне знищення ринкового механізму курсоутворення.

За Указом Президента України курс щотижня визначав Національний банк за погодженням з Кабінетом Міністрів, тобто адміністративними методами, а продаж валюти проводив тимчасово створений Тендерний комітет. За 1993 р. офіційний курс карбованця щодо вільноконвертованих валют знизився майже в 20 разів у результаті проведення непослідовної економічної політики, у тому числі в кредитно-фінансовій сфері (випуск зайвих грошей в обіг, які одразу з'являлися на валютній біржі).

У 1994 р. Національний банк розпочав рестрикційну монетарну політику, про що свідчить зниження темпів зростання грошової маси майже в 3 рази порівняно з попереднім роком. Наслідком цього стало ще відчутніше зниження темпів інфляції – у 20 разів. Уперше за 4 роки темпи інфляції виявилися нижчими від темпів зростання грошової маси, що свідчило про послаблення грошових очікувань, уповільнення обігу грошей, зростання попиту на національні гроші.

У той же час в Україні ще не було умов для виходу економіки з кризової ситуації. Найбільше це виявилось в зниженні виробництва та загостренні фінансової кризи: ВВП зменшився на 23% порівняно із 17% у попередньому році. Фінансова криза охопила не лише товаровиробників, а й поширилася на державні фінанси. Уряд України для покриття дефіциту Державного бюджету упродовж 1994 р. у використав понад 132 трлн. крб. кредитів Національного банку, що і стало головним джерелом інфляції.

Незважаючи на кризові умови, Національний банк почав уживати важливих антиінфляційних заходів з метою зменшення обсягів грошової маси, що надходила в обіг. З середини 1994 р. були запроваджені кредитні аукціони, ситуація на грошово-кредитному ринку регулювалася через визначені механізми щодо випуску в обіг і вилучення з обігу грошової маси та процентної політики. Процентні ставки визначалися з урахуванням існуючого рівня інфляції та стану грошово-кредитного ринку. Упродовж року облікова ставка Національного банку змінювалася п'ять разів і наприкінці року була вищою від середньої ставки комерційних банків.

Ситуація на валютному ринку України свідчила про негативний результат від заходів Уряду з його регулювання. Фіксований офіційний курс карбованця до долара тримався на одному рівні і розрив між ним та ринковим курсом почав створювати загрозливу ситуацію через те, що останній був майже у 3,5 рази нижчий за офіційний. Унаслідок цього значного поширення набули бартерні операції в зовнішній торгівлі з метою запобігання втрат від значних розбіжностей у курсах валют.

Тому Національний банк з жовтня 1994 р. запровадив уніфікований курс карбованця до іноземних валют, який визначався за результатами торгів на УМВБ, що відновила свою роботу. З метою захисту національної валюти Національний банк здійснив крок до поступового припинення в готівковому обігу України іноземної валюти – з листопада не видавалися ліцензії на здійснення торгівлі та надання послуг з оплатою в іноземній валюті. Все це дало змогу деякою мірою стабілізувати курс карбованця до іноземних валют.

Починаючи з 1994 р., монетарна політика Національного банку чітко підпорядковувалася цілям макроекономічної стабілізації, у результаті чого стало майже паралельне і відчутне зниження темпів зростання грошової маси та інфляції.

У 1995 р. Національний банк повністю відмовився від надання кредитів банкам для суб'єктів господарювання, а також припинив виділення ресурсів банкам для кредитування на пільгових умовах.

У цей період було здійснено також ряд важливих структурних реформ (лібералізація цін і торгівлі, приватизація дрібних підприємств тощо). Дотримання курсу економічних реформ в розвитку України зумовило деякі позитивні зрушення в загальноекономічній ситуації країни. Порівняно з

минулими роками вдалося суттєво загальмувати спад виробництва – ВВП скоротився на 12,2%, що майже вдвічі менше ніж у попередньому році. Проведення цілеспрямованої монетарної політики з використанням нових інструментів впливу на регулювання ринку сприяло подальшому зниженню темпів зростання оптових цін та інфляції з 501% до 282%.

У 1995 р. дещо поліпшився фінансовий стан країни: дефіцит зведеного бюджету не перевищив обумовленого планового розміру (7,3% до ВВП), що стало можливим через більш значне зниження частки видатків бюджету до ВВП ніж частки доходів бюджету до ВВП.

У 1995 р. практикувалося покриття частини дефіциту бюджету за рахунок неемісійних джерел – шляхом залучення коштів через реалізацію державних цінних паперів, яких було випущено на 30,4 трлн. крб. У той же час кредити Національного банку у фінансуванні дефіциту бюджету становили три чверті і 20% фінансування відбувалося за рахунок зовнішніх джерел.

Для 1996 р. характерна тенденція до уповільнення темпів зниження виробництва, яке становило вже 10%. Зменшилася інфляція, стабілізувався курс українського карбованця до іноземних валют.

Поліпшення макроекономічної ситуації напередодні проведення грошової реформи було досягнуто за рахунок активного запровадження ринкових елементів регулювання економіки. Серед них:

- перехід на покриття дефіциту державного бюджету переважно шляхом продажу державних цінних паперів, що на той час сприяло зниженню тиску на емісію грошей;

- лібералізація зовнішньоекономічної діяльності, яка забезпечила поліпшення платіжного балансу;

- підтримання позитивного рівня облікової ставки Національного банку та процентних ставок за депозитами і кредитами комерційних банків, що створило основу для залучення і зберігання грошей у банках.

Завдяки здійсненню Національним банком і Урядом упродовж 1995 р. і в першій половині 1996 р. політики, спрямованої на стабілізацію економічних процесів, з'явилися передумови для проведення у вересні другого етапу грошової реформи, випуску в обіг постійної національної валюти – гривні.

Уведення повноцінної національної валюти мало важливе значення для забезпечення подальшої макроекономічної стабільності, а також для підвищення довіри до національних грошей. Мета здійснення реформи – це втілення грошово-кредитної політики щодо продовження курсу на забезпечення фінансової стабільності, прискорення розрахунків, залучення до банківської системи надлишкової готівки, що перебувала в обігу, забезпечення стабільності курсу гривні до іноземних валют.

Разом із створенням невід'ємного атрибуту державності – національних грошей – почався новий етап становлення грошово-кредитного ринку

України та його регулювання за допомогою монетарних інструментів, які мав на той час Національний банк. Цей *другий етап* охоплює період після грошової реформи і до кінця 1998 р.

Одним із найважливіших надбань цього періоду (після грошової реформи) є подальший розвиток фондового ринку державних цінних паперів (ДЦП), які емітувалися у формі облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП). Їх використання дало змогу залучити до фінансування дефіциту бюджету неемісійні кошти, знижуючи таким чином інфляційний тиск дефіциту бюджету на економіку. Уряд в особі Міністерства фінансів постійно нарощував масштаби позичання грошей через розміщення ОВДП, а оскільки їх дохідність була вищою за облікову ставку, то погашення та сплата доходу здійснювалась вчасно, коло учасників ринку ОВДП постійно розширювалося. У 1997 р. активно купували ОВДП інвестори-нерезиденти, питома вага яких у загальному обсязі розміщених облігацій становила близько 50%. Подальший розвиток ринку державних цінних паперів дав змогу обмежити бюджетний дефіцит та грошову експансію. Але поступово ОВДП перетворилися на основне джерело фінансування бюджетного дефіциту. Реального зростання економіки не відбувалося і доходи бюджету зростали дуже повільно.

Уведення валютного коридору в другій половині 1997 р. як чіткого орієнтиру для учасників зовнішньоекономічної діяльності дало змогу визначити валютний курс як фінансовий пріоритет під час проведення загальної грошово-кредитної політики. Такий підхід був важливим антиінфляційним фактором, у результаті якого Національний банк ефективно стримував темпи внутрішнього знецінення гривні.

Незважаючи на негативний вплив фінансової кризи в Південно-Східній Азії, завдяки спільним зусиллям Національного банку та Уряду вдалося втримати стабільність на грошово-кредитному ринку. Насамперед, це обмеження пропозиції гривні, зокрема, через підвищення облікової і ломбардної ставок та вимог щодо обов'язкового резервування залучених коштів, яке здійснювалося одночасно з обмеженням спекулятивних операцій нерезидентів через рахунки лоро, заборона уповноваженим банкам купувати валюту за рахунок відкритої валютної позиції та посилення контролю за дотриманням комерційними банками вимог нормативних документів щодо порядку проведення операцій з іноземною валютою. Баланс між підвищеним попитом та низькою пропозицією валюти в першу чергу забезпечувався за рахунок інтервенцій Національного банку з офіційного валютного резерву. Паралельно з цим Мінфін підвищив прибутковість за ОВДП. У цілому ситуація залишалася керованою і Національний банк забезпечив підтримання стабільності курсу гривні до кінця року в рамках валютного коридору 1,7–1,9 грн./дол. США.

У першому півріччі 1998 р. спостерігалось незначне, але стійке зростання ВВП (на 0,2%). Проте серпневі події на фінансовому ринку змінили цю тенденцію і ВВП в Україні в цілому за рік скоротився на 1,7%, що було найменшим скороченням, порівнюючи з попередніми роками. Жорстка монетарна політика Національного банку в цей період сприяла зниженню інфляції з 39,7% у 1996 р. до 10% – у 1997 р. і за вісім місяців 1998 р. – до 2,3%. Після серпневої фінансової кризи в Росії у зв'язку зі значним зростанням ажіотажного попиту на іноземну валюту різко зросли девальваційні та інфляційні очікування і інфляція знов почала набирати оберти.

Незважаючи на те, що протягом двох останніх років не було тісного взаємозв'язку між темпами зниження курсу гривні та інфляцією, різка диспропорція між попитом і пропозицією на іноземну валюту могла призвести до перебігу подій за вже пройденим раніше Україною сценарієм (розкручування спіралі): девальвація – інфляція – девальвація. Тому з метою протидії цій загрозливій для економіки України ситуації Національний банк разом з Урядом вжив рішучих антикризових заходів, які дали змогу утримати інфляцію прийнятних межах – 20% за рік порівняно із 25,2% грошової маси.

До вересня курс гривні до долара США змінювався в межах оголошеного коридору (1,7–1,9 грн./дол. США). З вересня валютний ринок зазнавав значного тиску мобільного короткострокового капіталу і тенденція до стабільності обмінного курсу була перервана. Криза на азійських фондових ринках, яка почалася наприкінці 1997 р., примусила іноземних інвесторів не тільки припинити вкладення коштів в ОВДП, а й реалізувати з мінімальним прибутком державні облігації, які були у їх власності, а отримані кошти конвертувати у валюту та вивезти за межі України. Це призвело до значної пропозиції ОВДП на вторинному ринку і, як наслідок, до стрімкого падіння їх ціни. Разом з тим, значно збільшився попит на іноземну валюту на валютному ринку.

З метою збереження валютних резервів та створення більш сприятливих умов для експортерів в торгівлі з Росією межі оголошеного валютного коридору були змінені – 1,8–2,25 грн./дол. США з подальшим їх розширенням до 2,5–3,5 грн./дол. США внаслідок прямого негативного впливу на події, що відбувалися на валютному та фондовому ринках Російської Федерації – одного з основних торгових партнерів України.

У післякризовий період з 1999 р. починається новітня історія розвитку грошово-кредитного ринку України – *третьій етап*.

Незважаючи на вплив багатьох дестабілізуючих зовнішніх та внутрішніх факторів, 1999 р. став роком початку стабілізаційних процесів у реальному секторі економіки.

Продовження Національним банком монетарної політики стабілізаційного типу, спрямованої на підтримку купівельної спроможності гривні, стабілізації фінансових ринків та підтримку банківської системи, дало

змогу забезпечити відносно низький рівень інфляції – 19,2% порівняно з 20% у 1998 році.

Темпи збільшення грошової маси впродовж року були економічно обґрунтованими і суттєво не впливали на зростання цін. З підвищенням цін на 19,2% зростання монетарної бази становило 39%, а грошової маси – 40,5%. У цей період монетарна політика забезпечила стале збільшення реальних грошей в економіці і поступове відновлення процесу ремонетизації. Рівень монетизації повільно підвищувався і на кінець 1999 р. становив 14,48 проти 13,77 на його початок.

На ефективність проведення монетарної політики негативний вплив справила ситуація на ринку ОВДП. Поступово Національний банк став єдиним покупцем цінних паперів як на первинному, так і на вторинному ринку, тобто дефіцит бюджету майже повністю фінансувався за рахунок емісії Національного банку. Враховуючи те, що практично всі кошти, які залучалися на аукціонах з первинного розміщення ОВДП, направлялися на погашення їх минулих випусків, Уряд України, не маючи змоги виконувати свої зобов'язання повною мірою, провів ряд конверсій державних облігацій, що були у власності банків, нерезидентів та Національного банку. Це на деякий час послабило тиск на Державний бюджет і частково вирішило проблему, пов'язану із своєчасним погашенням внутрішніх запозичень.

У зв'язку з прийняттям у червні 1999 р. Закону України «Про Національний банк України», яким заборонялася участь Національного банку на первинному ринку ОВДП, до Державного бюджету України надійшло коштів від розміщення державних облігацій у сумі 3,8 млрд. грн., що вдвічі менше ніж у 1998 році.

Із зменшенням обсягів залучення коштів від продажу ОВДП, починаючи з листопада 1999 р., Міністерство фінансів України призупинило погашення тієї частини державних облігацій, власником якої був Національний банк України.

Восени 2000 р. з метою погашення простроченої заборгованості, що утворилася перед Національним банком України, та послаблення боргової залежності держави була проведена чергова реструктуризація ОВДП. На заміну старих державних облігацій, що були у власності центрального банку та становили понад 90% від загального обсягу розміщених державних цінних паперів, були емітовані процентні ОВДП з термінами погашення у 2002–2010 рр. з купонним доходом, розмір якого встановлюється щорічно з урахуванням прогнозного індексу споживчих цін, що коригується наступного року на фактичний рівень інфляції.

На жаль, після зазначених численних конверсій рівень довіри інвесторів до урядових зобов'язань суттєво знизився і, незважаючи на те, що починаючи з часу проведення останньої реструктуризації, емітент вчасно і повною мірою виконує всі свої зобов'язання щодо погашення державних

облігацій та сплати доходу за ними, включаючи платежі за облігаціями, емітованими за результатами конверсій, попит на первинному ринку ОВДП досить низький. Так, у 2000 р. на первинних аукціонах було залучено грошових коштів у сумі 1,9 млрд. грн., що становило лише 50% від загального обсягу надходжень від ОВДП за попередній рік.

Вихід України з кризи дав змогу Національному банку вжити ряд заходів, спрямованих на подальшу лібералізацію валютного ринку. Для проведення операцій на міжбанківському валютному ринку запроваджується режим торговельної сесії, визначається офіційний обмінний курс гривні як середньозважений за операціями з купівлі-продажу на міжбанківському валютному ринку, а коридор коливань курсу гривні був розширений до 3,4–4,6 грн./дол. США. На жаль, літня криза на ринку енергоносіїв вплинула на рівень обмінного курсу через девальваційні очікування та значне зростання цін на паливо.

Проте розвиток ситуації на валютному ринку України підтвердив позитивні результати його лібералізації і водночас виявив слабкі сторони цього процесу, які проявлялися в неспроможності забезпечити курсову стабільність за умов незначного припливу іноземної валюти до банківської системи навіть у разі ефективного застосування монетарних інструментів.

Починаючи з 2000 р., вперше за роки реформування економіки, спостерігаються стійкі ознаки економічного зростання. Позитивна динаміка ВВП, що характерна в Україні для останнього кварталу 1999 р. посилилася, і в 2000 р. відбулося зростання реального ВВП на 5,8% порівняно з минулим роком. Рівень інфляції в Україні в цей час становив 25,8% і переважав передбачуваний (18%) та показник інфляції 1999 р. (19,2%). Однак фактори, що спричинили таке відносно високе значення інфляції були поза сферою прямого впливу Національного банку. Головним чином це чинники підвищення адміністративних цін і тарифів, підсилені незавершеною структурною перебудовою в промисловості та лібералізацією цін у сільському господарстві.

Темпи зростання монетарної бази (40%) та грошової маси (45%) (табл. 1.3) у 2000 р. були не набагато більшими порівняно з попереднім роком, у якому інфляція не досягала і 20%. Ураховуючи те, що реальний ВВП зріс на 5,8% порівняно з його падінням на 0,4% у минулому році, можна зробити висновок, що вплив монетарного чинника на прискорення інфляції не був вирішальним. Більш вагомими були невиконання у повному обсязі зобов'язань Уряду перед Національним банком, погашення простроченої заборгованості із зарплати та пенсій, виплати заборгованості нерезидентам тощо.

Продовження послідовної політики подальшої лібералізації валютного ринку, що виявилася у введенні режиму плаваючого курсу гривні щодо іноземних валют, сприяло збільшенню припливу на валютний ринок



України іноземної валюти, поповненню золотовалютних резервів. Така політика Національного банку забезпечила збалансування попиту і пропозиції валюти, стабілізацію курсу гривні, розвиток валютного ринку та зовнішньоекономічної діяльності.

Важливим здобутком монетарної політики у 2001 р. став безпрецедентно низький рівень інфляції (6,1% за рік) на фоні значного економічного зростання (реальний ВВП зріс на 9,1%). Протягом року зберігалася тенденція до зростання обсягів реальних грошей, що є свідченням посилення національною грошовою одиницею позицій як засобу платежу, міри вартості, засобу заощадження. Процес ремонетизації економіки України має стійку тенденцію до зростання з 1996 р., коли індекс монетизації з 9,31 підвищився до 19,23 за станом на 01.01.2002 р. і повністю відповідає темпам зростання вітчизняної економіки. Штучно підняти рівень монетизації заходами монетарної політики неможливо, тому що основними факторами впливу на ремонетизацію є інфляційні очікування суб'єктів господарювання, які, у свою чергу, залежать від довіри до Національного банку, банківської системи та уряду, до їх монетарної та фіскальної політики. Якщо фіскальна політика може мати гальмівний ефект в економічному зростанні, що саме і спостерігається сьогодні, то це може в майбутньому заблокувати й ефективність монетарної політики.

Таблиця 1.3

**Динаміка монетарних коефіцієнтів у 1992–2007 рр.**

Рік	Приріст грошової маси, %	Грошовий мультиплікатор	Кількість обертів грошей за рік
1992	948,2	4,17	3,67
1993	1828,0	1,79	5,85
1994	567,2	2,11	6,51
1995	115,5	1,96	10,75
1996	35,1	1,92	10,01
1997	33,9	1,78	8,52
1998	25,2	1,82	7,26
1999	40,5	1,84	6,91
2000	45,0	1,92	6,26
2001	42,0	1,98	5,24
2002	41,8	2,11	4,08
2003	46,5	2,37	3,34
2004	32,4	2,34	3,13
2005	54,3	2,34	2,76
2006	34,5	2,69	2,36
2007	51,7	2,79	2,16

Національний банк вважає нагальною потребою втілити в життя зміни у податковій політиці, яка є джерелом багатьох проблем як у банківській системі, так і в економіці в цілому. Зокрема, значна частка готівки в зага-

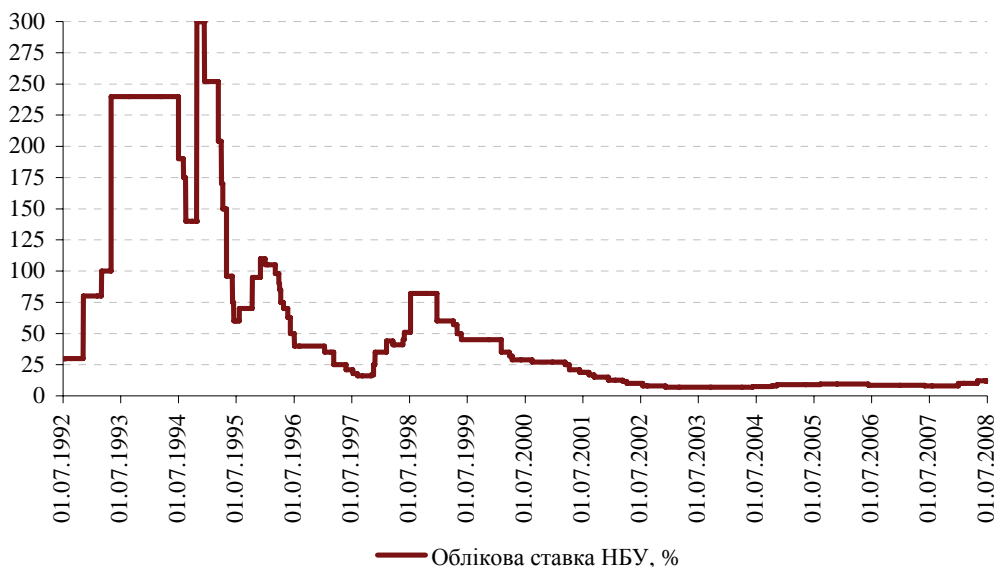
льному обсязі грошової маси є не лише наслідком досить низького рівня довіри до банківської системи як надійного фінансового посередника, нерозвиненості системи масових безготівкових платежів, а й наявності значного тіньового сектору, де розрахунки ведуться здебільшого готівкою. У результаті більшість фінансових трансакцій здійснюється поза банківською системою, ускладнюється стягнення податків, уповільнюється мультиплікація грошей, ускладнюється контроль за грошовими агрегатами, втрачається ефективність монетарної політики.

2001 р. був роком курсової стабільності, яка стала одним з головних факторів стримання інфляції, економічного зростання та підвищення реальних доходів населення. Національний банк діяв в умовах високого рівня пропозиції валюти, зумовленого значним позитивним сальдо торговельного балансу та припливу капіталу, що створювало додатковий тиск щодо ревальвації гривні до долара США. Запобігання значному зміцненню курсу з метою сприяння експортній діяльності та підтримання високих темпів економічного зростання було основним завданням НБУ. Воно реалізовувалося шляхом активної політики інтервенцій та збалансованого валютного регулювання.

Обсяг валютних резервів збільшився до 3,1 млрд. дол. США, при цьому були повністю виконані всі виплати з обслуговування зовнішнього державного боргу в сумі майже 1,2 млрд. дол. США.

Упродовж року ситуація на грошово-кредитному ринку залишалася стабільно керованою, що дало змогу Національному банку шість разів знижувати облікову ставку з – 27% до 12,5%, відповідно знижувалися і ставки банків – з 37,2% у січні до 30,2% – у кінці року (рис. 1.5). Але слід зазначити, що навіть за умов активного монетарного стимулювання Національним банком процесів здешевлення кредитів темпи зниження процентних ставок поки що далекі від бажаних, вони не адекватні заходам, які вживав у цьому напрямі Національний банк України. Це ще раз доводить, що резерв дієвості монетарних методів впливу на ціну кредитів на сьогодні майже вичерпався. Подальше стимулювання зазначених процесів можливе лише за допомогою заходів з поліпшення фінансового стану потенційних позичальників, удосконалення законодавчої бази стосовно захисту прав кредиторів, зміцнення банківської системи тощо.

Упродовж 2000–2004 рр. значно збільшилось відношення обсягів кредитів банківського сектору до ВВП (з 12,4 до 30%). Кредити склали понад 2/3 загального обсягу активів банків, що свідчило про підвищення кредитного ризику [141].



**Рис. 1.5. Динаміка облікової ставки у 1992–2008 рр.**

Після попередніх років зростання 2005 рік характеризувався різким погіршенням умов торгівлі, зменшенням позитивного сальдо торгового балансу, уповільненням зростання ВВП (до 2,6%, порівняно з 12,4% у 2004 р.). За таких умов Національний банк здійснив кілька кроків до більшої гнучкості валютного курсу:

- пом'якшив заходи валютного регулювання, зокрема щодо вимоги обов'язкового обміну експортної виручки та положення, яке зобов'язувало нерезидента попередньо розміщувати на депозитному рахунку повну суму за угодою купівлі державних облігацій;
- скасував заборону, якою від банків вимагалось здійснювати лише односторонні операції (купівлі або продажу) на валютному ринку протягом одного дня;
- дозволив форвардні операції [141].

На початку 2006 р. виникла потреба подолання несприятливих тенденцій попереднього року, нівелювання негативного впливу на економіку ситуації на зовнішніх ринках та зростання цін на енергоресурси. Тому грошово-кредитна політика в цей період спрямовувалась на підтримку позитивних тенденцій в економіці і стабілізацію грошово-кредитного ринку. Збереженню цінової, а також курсової стабільності національної валюти сприяли валютні інтервенції з продажу іноземної валюти на міжбанківському ринку обсягом 2,1 млрд. дол. США. До серпня 2006 року спостерігалась тенденція до зниження інфляційного тиску. Активно проводилась політика щодо відновлення і збільшення обсягів валютних резервів. На кінець 2006 р. їх обсяг зріс до 22 млрд. дол. США [190].

2007 рік характеризувався збільшенням грошової пропозиції понад прогнозний рівень, що було викликано значним збільшенням соціально спрямованих видатків (за підсумками 2007 р. грошова маса зросла на 51,7% до 396 млрд. грн.). У відповідь на це Національний банк зважено застосовував рестрикційні заходи (було збільшено базу для розрахунку обов'язкових резервів за рахунок включення до зобов'язань, які підлягають обов'язковому резервуванню коштів, залучених від банків-нерезидентів та фінансових організацій-нерезидентів). Розмір процентних ставок за активними операціями Національного банку України підтримувався на позитивному рівні щодо рівня інфляції. Проводилась робота по залученню коштів банків, в тому числі за депозитними сертифікатами [191].

Протягом третього етапу Національний банк України доповнив нормативну базу, яка регламентує взаємовідносини між різними сегментами грошово-кредитного ринку. Це зокрема: інструкція про регулювання діяльності банків України (серпень 2001 р.), положення про процентну політику (серпень 2004 р.), про формування банками обов'язкових резервів (березень 2006 р.), про регулювання ліквідності банків України (вересень 2006 р.), План рахунків бухгалтерського обліку і комерційних банків (червень 2004 р.) та ін. [34, с. 12–22].

Сьогодні Національний банк продовжує проведення монетарної політики, спрямованої з одного боку, на контроль за темпами інфляції, річне значення якої не повинно перевищувати встановлений програмний показник, а з другого – на створення монетарних передумов для підтримання процесів економічного зростання, що потребуватиме забезпечення зростаючого попиту на гроші з боку суб'єктів господарювання.

Враховуючи те, що забезпечення фінансової стабільності значною мірою залежить від дій Кабінету Міністрів, а також обмежені можливості Національного банку щодо проведення стерилізації надлишкової пропозиції грошей, в якості вирішальних факторів досягнення цілей монетарної політики розглядаються вимоги щодо чіткого та неухильного виконання Урядом своїх зобов'язань з погашення та обслуговування боргів перед Національним банком України. На сьогодні і в подальшому не може йтися про відмову Уряду від виконання своїх зобов'язань перед Національним банком або про чергову реструктуризацію навіть частини належних платежів.

У проведенні грошово-кредитної політики Національний банк має автономний статус, підтримує загальну економічну політику Уряду відповідно до Конституції та чинного законодавств України, маючи на меті забезпечення стабільності національної валюти. Дії Національного банку, спрямовані на стабільне довгострокове економічне зростання, іноді не збігаються з політикою Уряду щодо цього, орієнтованою на більш короткі строки. Останнім часом є приклади бажання Уряду використати грошово-кредитну та валютно-курсову політику для реалізації важливих для нього

цілей, відмовляючись при цьому від прагнення зовнішньої та внутрішньої стабільності національної валюти.

Проте Національний банк упевнений, що для забезпечення цілей економічної політики Уряд має перш за все використовувати інструменти фіскальної, бюджетної політики, політики доходів тощо, потенціал впливу яких на економічне зростання використаний ним ще не повною мірою. Це має стати підґрунтям для підвищення внутрішнього попиту на гроші, що забезпечить високі темпи розвитку економіки та прискорить її ремонетизацію.

Слід урахувати те, що ці процеси підтримуються, головним чином, завдяки застосуванню Національним банком монетарних заходів та інструментів за умов все ще відносно повільного запровадження структурних реформ, і тому Національному банку не завжди вдається дотримуватися цифрових значень монетарних агрегатів, визначених Основними засадами грошово-кредитної політики на відповідний рік. Є кілька причин такого стану речей, основні з яких такі:

- по-перше, невизначеність щодо державної форми власності та ефективного захисту приватної власності. За цих умов фінансова система не може сприяти захисту вартості значних матеріальних і фінансових активів, забезпечити їх здатність приносити прибуток державі та приватним власникам, створити умови для вільного придбання та продажу цих активів на прозорих ринках. Використати права власності на свої власні активи з метою забезпечення банківської позики може лише невеликий прошарок населення. У результаті зайве сподіватися на великі заощадження небагатих економічних суб'єктів, що перебувають на межі бідності. У разі вирішення проблеми з власністю вартість навіть незначних сум накопичених заощаджень може бути збільшена, даючи шанс подолати цю бідність;

- по-друге, нереформована податкова система сприяє погіршенню структури грошової маси за рахунок зростання її готівкової частини через прагнення суб'єктів господарювання здійснювати фінансові трансакції поза банківською системою з метою уникнення несправедливого оподаткування. Таким чином розширюється тіньовий сектор, ускладнюється стягнення податків. Для Національного банку проблема неоптимальної структури грошової маси є однією з найважливіших, розв'язання якої дасть змогу здійснювати дієвий контроль за монетарними агрегатами та забезпечити ефективність монетарної політики;

- по-третє, незадоволення банківською системою України потреб економіки внаслідок відсутності відповідних законодавчих норм, які б захищали банки як кредиторів, та недовіра до банківської системи суб'єктів ринку через постійні нарікання на її негативну роботу. Це позбавляє більшість населення, яке є основним внутрішнім інвестором, стимулу звертатися до банківських послуг з усіма негативними наслідками для грошово-кредитного ринку;

– по-четверте, залежність управління грошово-кредитним ринком від запроваджених державою переважно непрозорих спеціальних умов для окремих галузей. Це і податкові пільги, і звільнення від сплати податків або відстрочення їх сплати, і доступ інсайдерів до державних закупівель разом з низькою рентабельністю виробничого сектору. Все це призводить до виникнення заплутаного середовища, в якому немає належних умов для успішного розвитку фінансового посередництва. Фінансовий ринок може функціонувати, якщо інформація про відносну ефективність викривлена перекрученнями податкової системи, недостовірними даними, а держава продовжує відігравати провідну роль у визначенні того, як і куди мають розподілятися ресурси.

Все це породжує непередбачуваність реального попиту на гроші, а, отже, і встановлення кількісних орієнтирів монетарних агрегатів. Вірогідність їх змін упродовж року тим вища, чим нестабільніша макроекономічна ситуація в державі, особливо, якщо економічне піднесення на 60% формується за рахунок зовнішнього сектору. Тому останнім часом Національний банк дійшов висновку, що на сьогодні робити обґрунтований прогноз динаміки монетарних агрегатів дуже складно. До цього додається цілий ряд факторів, які не можуть бути оцінені в кількісному вимірі, але мають суттєвий вплив на динаміку монетарних агрегатів.

У таких умовах орієнтація на кількісні критерії монетарних агрегатів, на думку Національного банку, стає не настільки важливою. Головне – це досягнення основних цілей монетарної політики і забезпечення виконання затверджених показників, що характеризують загальноекономічний стан держави в поточному періоді. З іншого боку, недотримання оголошеного прогнозу Національного банку України може негативно вплинути на очікування суб'єктів ринкових відносин та дезорієнтувати їх з відповідними негативними наслідками для загальної фінансової стабільності.

Таким чином, якщо раніше контроль за грошовою пропозицією був найважливішим механізмом забезпечення зовнішньої та внутрішньої стабільності гривні, то на сьогодні перед Національним банком постає завдання забезпечити адекватність грошово-кредитної політики у процесі досягнення цілей загальноекономічного розвитку.

На цьому етапі розвитку держави та грошово-кредитного ринку, на якому вирішальними факторами утримання кількісних монетарних орієнтирів у відповідних межах не завжди є об'єктивні умови, розроблення цільових критеріїв за монетарними агрегатами поступово втрачає свою значимість для забезпечення стабільності національної валюти та споживчих цін.

Тому поступовий перехід до прямого таргетування інфляції, як це задекларовано в Основних засадах грошово-кредитної політики на 2008 р., дасть змогу Національному банку проводити монетарну адекватну загальноекономічному розвитку держави політику, не встановлюючи кількісних орієнтирів монетарних агрегатів, обов'язкових для виконання.

## РОЗДІЛ 2 ГРОШОВО-КРЕДИТНА ПОЛІТИКА В УКРАЇНІ

### 2.1. Нормативно-правові засади проведення грошово-кредитної політики

Грошово-кредитна політика, як складова частина економічної політики держави, сприяє досягненню прогнозованих соціально-економічних показників шляхом реалізації монетарних цілей і завдань інструментами грошово-кредитного і валютного регулювання. Відповідно до чинного законодавства *грошово-кредитна політика* є комплексом заходів у сфері грошового обігу та кредиту, направлених на регулювання економічного зростання, стримування інфляції та забезпечення стабільності грошової одиниці України, забезпечення зайнятості населення та вирівнювання платіжного балансу [171].

Грошово-кредитну політику в Україні визначає та проводить Національний банк України. Законодавчо-нормативні засади розроблення та реалізації грошово-кредитної політики в Україні визначені Законом України «Про Національний банк України», Конституцією України, Положенням «Про зміст, порядок розробки Основних засад грошово-кредитної політики та здійснення контролю за їх виконанням» [171; 72; 146]. Грошово-кредитна політика реалізується відповідно до Основних засад грошово-кредитної політики, які щорічно розробляються Радою Національного банку України, функціями якої є також здійснення контролю за її проведенням та внесення уточнень до Основних засад грошово-кредитної політики у разі зміни основних параметрів економічного та соціального розвитку України.

Відповідно до Закону України «Про Національний банк України» Рада Національного банку України до 15 вересня розробляє Основні засади грошово-кредитної політики і вносить до Верховної Ради України для інформування. Законом визначено, що Основні засади грошово-кредитної політики являють собою комплекс змінних індикаторів фінансової сфери, які дають можливість Національному банку України за допомогою інструментів (засобів та методів) грошово-кредитної політики здійснювати регулювання грошового обігу та кредитування економіки з метою забезпечення стабільності грошової одиниці України як монетарної передумови для економічного зростання і підтримки високого рівня зайнятості населення.

Основні засади грошово-кредитної політики ґрунтуються на основних критеріях та макроекономічних показниках загальнодержавної програми економічного розвитку та Основних параметрах економічного та соціального розвитку України на відповідний період, що включають прогнозні 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 прогнозних 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 та середньостроковий періоди; показників проектів зведеного та державного бюджетів України на плановий рік; аналізу очікуваних результатів грошово-кредитної політики за рік, що передує тому, на який розробляються Основні засади грошово-кредитної політики. Основні засади грошово-кредитної політики розробляються щорічно. Їх зміст складається із викладення [146]:

- стислого огляду макроекономічної, фіскальної та монетарної ситуації в Україні за минулий і поточний роки, а також проблем, які мають місце у розвитку економіки та соціальної сфери;

- очікуваних змін зовнішньоекономічної ситуації та їх вплив на стан грошово-кредитного та валютного ринків;

- оцінки можливого впливу заходів державної політики у році, на який розробляються Основні засади грошово-кредитної політики, на розвиток економіки та динаміку цін;

- основних параметрів грошово-кредитної політики на плановий рік та наступні 3 роки.

В Основних засадах грошово-кредитної політики відображається також визначення та характеристика цілей грошово-кредитної політики на наступний рік та більш тривалий період (3 роки) з урахуванням макроекономічної ситуації і стану грошово-кредитної сфери; основних напрямів і механізмів забезпечення реалізації цілі грошово-кредитної політики; узгодженості грошово-кредитної політики з економічною політикою Уряду.

Підготовка основних засад грошово-кредитної політики передбачає здійснення аналізу [146]:

- 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, нефінансових підприємств і організацій; державних фінансів; фінансового сектору;

- 3) грошово-кредитного ринку та реалізації грошово-кредитної політики у минулому та поточному роках. Динаміка та джерела формування



монетарної бази та грошової маси; структура 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.

Для розробки Основних засад грошово-кредитної політики аналітичні та інші матеріали готуються структурними підрозділами Національного банку базуючись на основних критеріях та макроекономічних показниках загальнодержавної програми економічного розвитку та Основних параметрах економічного і соціального розвитку України на відповідний період, а також на підставі власних досліджень. Відповідно до «Положення про зміст, порядок розробки Основних засад грошово-кредитної політики та здійснення контролю за їх виконанням» [146] визначено перелік аналітичних та інших матеріалів, які готують ті чи інші структурні підрозділи Національного банку України для розробки Основних засад грошово-кредитної політики.

Зокрема, Департамент економічного аналізу та прогнозування і Департамент статистики та звітності готують інформацію з питань аналізу економічного і соціального розвитку України за минулий і поточний роки та щодо перспектив макроекономічного розвитку України на прогнозний рік; Департамент готівково-грошового обігу – щодо стану готівкового обігу в країні з метою визначення факторів впливу на динаміку та обсяги надходжень та видачі готівки з кас банків; Департамент валютного регулювання – з питань валютно-курсової політики і валютного ринку; Департамент монетарної політики – щодо основних параметрів грошово-кредитної політики, стану грошово-кредитного ринку, механізмів та інструментів його регулювання; Департамент платіжного балансу – щодо стану та можливої динаміки показників платіжного балансу України; Департамент методології банківського регулювання та нагляду – щодо розвитку банківської системи України.

Підготовлені у зазначеному порядку та узагальнені матеріали подаються до Апарату Ради Національного банку. Для підготовки проекту Основних засад грошово-кредитної політики створюється робоча група з числа членів Ради Національного банку. Рада Національного банку згідно зі

статтею 33 Бюджетного кодексу України розглядає проект Основних засад грошово-кредитної політики на наступний рік і до 1 квітня подає його до Верховної Ради України та Кабінету Міністрів України для врахування при складанні проекту Державного бюджету України. Рада Національного банку у термін до 15 вересня вносить розроблені Основні засади грошово-кредитної політики на наступний рік та більш тривалий період на розгляд Верховної Ради України для інформування.

Контроль за виконанням Основних засад грошово-кредитної політики здійснюється Радою Національного банку шляхом аналізу інформації про стан виконання Основних засад грошово-кредитної політики, яка надається Правлінням Національного банку щоквартально протягом перших 25 днів кварталу, наступного за звітним. Результати аналізу розглядаються на засіданні Ради за доповіддю керівника робочої групи, створеної для аналізу стану виконання Основних засад грошово-кредитної політики. За підсумками аналізу Рада Національного банку може надати Правлінню Національного банку відповідні рекомендації.

Правління як керівний орган Національного банку України приймає рішення щодо економічних засобів та монетарних методів, необхідних для реалізації Основних засад грошово-кредитної політики відповідно до прийнятих рішень Ради Національного банку з цих питань та необхідності забезпечення стабільності і купівельної спроможності національної валюти. Законом України «Про Національний банк України» визначено, що основними економічними засобами і методами грошово-кредитної політики є регулювання обсягу грошової маси через [171]:

- 1) визначення та регулювання норм обов'язкових резервів для комерційних банків;
- 2) процентну політику;
- 3) рефінансування комерційних банків;
- 4) управління золотовалютними резервами;
- 5) операції з цінними паперами (крім цінних паперів, що підтверджують корпоративні права), у тому числі з казначейськими зобов'язаннями, на відкритому ринку;
- 6) регулювання імпорту та експорту капіталу;
- 7) емісія власних боргових зобов'язань та операції з ними.

Вибір зазначених засобів та інструментів здійснюється Правлінням Національного банку України залежно від цілей та завдань монетарної політики, а також ситуації на грошово-кредитному ринку.

Відповідно чинної законодавчо-нормативної бази основною метою грошово-кредитної політики утримання стабільності національної грошової одиниці як важливої передумови фінансової і макроекономічної рівноваги та сталого соціально-економічного розвитку країни [72; 171; 119–125]. Досягнення цієї мети базується на виконанні прогнозних показників монетарної

сфери, які спрямовані на здійснення за допомогою інструментів грошово-кредитної політики регулювання грошового обігу та кредитування економіки з метою забезпечення стабільності грошової одиниці як основної цілі грошово-кредитної політики Національного банку України.

Такими змінними індикаторами фінансової сфери протягом 2002–2006 рр. були індекс споживчих цін, монетарна база, грошова маса та обмінний курс гривні до долара США (табл. 2.1). З 2007 р. з переліку прогнозних показників монетарної сфери вилучено монетарну базу. Крім цього, зазначено, що зростання грошової маси не має статусу монетарної цілі і відхилення від неї не вимагає автоматичного коригування грошово-кредитної політики, а є лише приводом для детальнішого аналізу [123; 124]. Тобто основними прогнозними показниками монетарної сфери стали є обмінний курс і індекс споживчих цін. Такі зміни є обґрунтовані, оскільки, як показала практика, одночасне виконання всіх прогнозованих індикаторів грошово-кредитної політики в Україні було неможливим через те, що досягнення одного цільового показника вимагало зміни інших, які відігравали роль інструмента досягнення мети. Наприклад у 2007 р. та до фінансової дестабілізації 2008 р., в умовах діючого в Україні валютного режиму, що базується на прив'язці курсу гривні до долара США, відкритості української економіки та значних надходжень іноземного капіталу, Національний банк України для підтримки курсової стабільності змушений проводити валютні інтервенції з купівлі валюти, що позначається на зростанні грошової маси та перевищенні запланованого інфляційного показника. Тому монетарний, курсовий та інфляційний показники одночасно не могли бути цільовими показниками грошово-кредитної політики.

Таблиця 2.1

**Прогнозні показники монетарної сфери, визначені в Основних засадах грошово-кредитної політики на 2002–2009 рр.**

Прогнозні показники монетарної сфери	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008*	2009
Індекс споживчих цін (грудень до грудня), %	109,8	106–107	105,8–106,3	106–107	108,5–109,5	107,5	115,9	109,5
Монетарна база, темпи зростання до попереднього року, %	111–113	117–120	126–132	120–126	122–127	–	–	–
Грошова маса, темпи зростання до попереднього року, %	118–120	122–127	132–139	128–133	127–132	128–133	135–140	130–135
Середній за період обмінний курс, грн. за дол. США	5,6	5,48	5,38–5,42	5,27–5,31	5,0–5,2	4,95–5,25	4,85±4%	4,85±5%

Джерело: узагальнено за [119–125]

\* до змін, внесених рішенням Ради НБУ від 15.09.2008 №17 в Основні засади грошово-кредитної політики на 2008 р. прогнозними показниками монетарної сфери були: індекс споживчих цін – 109,6%, темпи зростання грошової маси – 130–135%, обмінний курс гривні до долара США 4,95–5,25 грн. / дол. США [124].

Як вже зазначалося, головною метою грошово-кредитної політики Національного банку України відповідно до Конституції України є забезпечення стабільності національної грошової одиниці. Стабільність грошової одиниці в Україні є основою для досягнення головних стратегічних цілей, які полягають у підтримці стійкого і збалансованого економічного розвитку, а також підвищенні зайнятості, реальних доходів та стандартів життя населення [125].

Слід відмітити, що в чинній законодавчій базі не визначено ні сутності категорії «стабільність грошової одиниці», ні її кількісних цільових параметрів чи критеріїв, за якими можна аналізувати її досягнення. Як відомо, цінова стабільність формується під впливом зовнішньої (курсової) та внутрішньої (цінової) складових. Прогресивними нововведеннями в Основних засадах грошово-кредитної політики на 2009 рік було виділення внутрішніх та зовнішніх аспектів цінової стабільності [125]. Зокрема, в зазначеному нормативному документі визначено, що *внутрішні аспекти стабільності* національної грошової одиниці розглядатимуться в контексті необхідності забезпечення цінової стабільності, головним критерієм якої слугуватиме динаміка індексу споживчих цін. Водночас, у широкому розумінні, забезпечення цінової стабільності передбачає не тільки досягнення визначених інфляційних орієнтирів, а й створення фундаментальних передумов для підтримання стабільного низькоінфляційного середовища на довгостроковій основі та забезпечення стійкості національної грошової одиниці до впливу різноманітних дестабілізуючих чинників. Такі передумови передбачають, зокрема, забезпечення збалансованого розвитку всіх секторів фінансового ринку та поліпшення на цій основі трансмісійних механізмів, нівелювання дисбалансу в розвитку окремих сегментів реального сектору економіки, можливість максимального згладжування впливу зовнішніх шоків на внутрішній ринок за рахунок швидкого перетікання потоків капіталу, стабільність та надійність банківської системи, високий рівень довіри до національної валюти, зменшення присутності іноземної валюти в операціях на внутрішньому ринку та як засобу заощаджень тощо. Забезпечення внутрішніх аспектів стабільності національної грошової одиниці в середньостроковій перспективі розглядатиметься як пріоритетне завдання грошово-кредитної політики [125].

Щодо *зовнішніх аспектів стабільності* національної грошової одиниці, то в Основних засадах грошово-кредитної політики зазначено, що вони 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, не провокують формування та поглиблення макроекономічних, валютних і пруденційних ризиків, 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), що має супроводжуватися [125]:

- посиленням гнучкості обмінного курсу гривні через розширення діапазону його можливих коливань (у результаті обмінний курс втрачає статус якоря грошово-кредитної політики, а курсова динаміка підпорядковуватиметься завданням нівелювання зовнішніх ризиків стабільності національної грошової одиниці);

- забезпеченням прозорості та транспарентності функціонування валютного сегменту ринку через удосконалення правил роботи на ньому учасників ринку та дотримання чітких принципів і процедур можливого виходу на ринок та/або застосування відповідних регулятивних заходів з боку Національного банку України;

- створенням та постійним удосконаленням механізмів хеджування валютних ризиків;

- розбудовою комплексної системи моніторингу валютних ризиків, послідовним удосконаленням механізмів контролю та протидії спекуляціям, які порушують стійкість валютного ринку, застосуванням пруденційних процедур для упередження накопичення банківською системою надмірних валютних ризиків та недопущення формування інших дисбалансів, пов'язаних з активним здійсненням банками та іншими суб'єктами операцій капітального характеру в іноземній валюті;

- послідовним і системним здійсненням лібералізації валютного ринку на основі чітко визначених принципів, підходів та етапності;

- ужиттям інших ринкових заходів, спрямованих на зниження рівня доларизації економіки, зменшення зовнішніх ризиків та удосконалення засад функціонування валютного сегменту грошово-кредитного ринку.

В Основних засадах грошово-кредитної політики останніх років значаються наміри Національного банку України щодо переходу у середньостроковій перспективі до режиму, що ґрунтується на ційовій стабільності [119–125]. З цієї метою, відповідно до положень Основних засад грошово-кредитної політики на 2009 рік, Національний банку концентруватиме зусилля на створенні спільно з Урядом макроекономічних, фінансових та інституційних умов переходу до нового режиму. Передбачається розроблення в першому півріччі 2009 року плану заходів з переходу до нового монетарного режиму, який, поміж іншого, має відображати питання макроекономічної та фінансової збалансованості, застосування більш гнучких курсових режимів, розвитку внутрішнього ринку капіталів, удосконалення комунікацій з громадськістю, а також удосконалення чинного законодавства тощо [125].

З урахуванням середньострокових цілей грошово-кредитна політика набуватиме більшої гнучкості. Це означатиме обмежене реагування монетарними засобами на незначні відхилення від цільових орієнтирів, викликаних дією кон'юнктурних короткострокових шоків, які істотним чином не впливатимуть на стабільність національної грошової одиниці в середньостроковій перспективі. Ураховуючи поступове посилення гнучкості обмінного курсу гривні та пов'язане з цим підвищення ефективності процентного каналу трансмісійного механізму, Національний банк у перспективі як основний інструмент реалізації грошово-кредитної політики використовуватиме процентну ставку. Одночасно значення такого інструменту, як офіційний курс, поступово зменшуватиметься. До того ж показники курсу гривні та грошової маси не матимуть статусу монетарної цілі, використовуватимуться в аналітичних цілях і відхилення від їх прогнозних орієнтирів не вимагатиме автоматичного коригування політики, а лише буде приводом для більш детального аналізу ситуації в економіці та на грошово-кредитному ринку [125]. Це свідчить про те, що єдиним кількісним показником монетарної цілі центрального банку у перспективі буде індекс споживчих цін. Такі прогресивні зміни відображають переорієнтацію монетарної політики Національного банку України з зовнішньої (курсової) на внутрішню (інфляційну) складову стабільності національної валюти, що є обґрунтованим, адже, як переконує світовий досвід, найбільший внесок монетарної політики у стимулюванні стійкого економічного зростання в довгостроковому періоді пов'язаний із підтриманням інфляції на низькому рівні та її передбачуваністю.

Щодо завдань грошово-кредитної політики, то *найбільш актуальним завданням у 2009 році* є спрямування в межах своєї компетенції зусиль на зниження темпів інфляції до прогнозованого Урядом показника та створення фундаментальних засад для її стабілізації в подальшому на низькому рівні. Важливими завданнями також є посилення контролю за динамікою корпоративного зовнішнього боргу та запобігання системним ризикам фінансової нестабільності в банківському секторі. На виконання зазначених завдань та основної мети грошово-кредитної політики Національний банк України передбачає [125]:

– посилити роль процентної політики в розвитку грошово-кредитного ринку, у т.ч. через поліпшення регулювання короткострокових ринкових процентних ставок, вжиття заходів щодо посилення зв'язку між короткостроковими, довгостроковими процентними ставками та цінами на активи, мінімізації впливу на ставки неринкових чинників, а також за рахунок більш тісної кореляції між обліковою ставкою та іншими ставками за операціями Національного банку України;

– продовжувати взаємодію з Урядом у питаннях узгодження грошово-кредитної та фіскальної політики, у т.ч. у частині впливу на стан грошово-кредитного ринку динаміки коштів на єдиному казначейському рахунку;

– створювати умови для збільшення попиту на національну валюту та зниження за рахунок цього рівня доларизації економіки;

– сприяти Уряду в питаннях подальшого розвитку та інституційного удосконалення фондового ринку і системи небанківських фінансових установ, що дасть змогу задіяти на належному рівні механізми перетікання капіталів між сегментами фінансового ринку і таким чином забезпечувати вагомішу реакцію реального сектору економіки на монетарні рішення;

– удосконалювати монетарні інструменти та механізми, ефективність яких значною мірою залежатиме від ступеня розвитку фондового ринку;

– застосовувати режим керованого плавання обмінного курсу, що має супроводжуватися більш гнучким обмінним курсом гривні щодо основної курсоутворюючої валюти, удосконаленням системи валютного регулювання в напрямі здійснення поступової лібералізації з урахуванням конкретних макроекономічних реалій, проведенням інтервенції на міжбанківському валютному ринку для згладжування шоків і сезонних коливань, створенням умов для розвитку інструментів хеджування валютних ризиків;

– забезпечувати передбачувану динаміку валютного ринку з урахуванням необхідності подальшого розвитку фондового ринку, посилення державної інвестиційної політики, цілеспрямоване зниження цінової динаміки й формування сталого низькоінфляційного середовища, системне зменшення рівня доларизації та зростання міжнародних рейтингів України. Одним із важливих індикаторів залишатиметься динаміка реального ефективного обмінного курсу гривні;

– підтримувати валютні резерви на рівні, достатньому для забезпечення стійкості української валюти, за умов своєчасного виконання зовнішніх боргових зобов'язань;

– зберігати стабілізаційну спрямованість системи валютного регулювання, продовжувати реалізацію заходів з лібералізації руху капіталу на засадах економічної доцільності й поступовості;

– продовжити розбудову комплексної системи моніторингу валютних ризиків, оцінки потенційної вразливості національної економіки та її окремих секторів до курсових коливань, взаємозв'язку між курсовими змінами та рівнями цін і процентних ставок;

– приділяти особливу увагу розвитку ринку валютних деривативів у контексті поступового запровадження інструментів хеджування, адекватних стану валютного ринку України;

– удосконалювати механізм контролю та попередження операцій, які заважають підвищенню стійкості валютного ринку, з одночасним розвитком як антимонопольного регулювання, так і наглядового потенціалу

центрального банку, вживати заходів з посилення ефективності контролю за добросовісністю здійснення валютних операцій;

– сприяти забезпеченню економічних умов для підвищення частки довгострокового кредитування інвестиційної спрямованості в активах банків;

– стимулювати банки до покращання якості управління активами та пасивами, удосконалення кредитних процедур (у т.ч. в частині адекватної оцінки ризиків надання позик в іноземній валюті суб'єктам економіки, що не мають постійних джерел валютних доходів) та зменшення на цій основі ризиків виникнення нестабільності в діяльності системи банків;

– продовжувати розвиток безготівкових розрахунків, зокрема шляхом сприяння поширенню використання спеціальних платіжних засобів, упродовження нових технологій та розширення спектра операцій, координації зусиль банків щодо створення уніфікованої інфраструктури та розширення сфери використання багатofункціональних банківських смарт-карток і реалізації супутніх проєктів у соціальній сфері;

– удосконалювати систему комунікацій з громадськістю.

Для забезпечення окреслених завдань Національний банк використовуватиме наявні інституційні механізми та операційні важелі, дотримуючись при цьому середньострокових орієнтирів, забезпечуючи послідовність і прозорість політики, органічно поєднуючи незалежність у виконанні головної конституційної функції з узгодженістю своїх дій з макроекономічними та фінансовими заходами інших органів влади [125].

У цілому, як зазначено в Основних засадах грошово-кредитної політики на 2009 рік, Національний банк у середньостроковій перспективі докладе зусиль аби засобами грошово-кредитної політики сприяти поверненню показника приросту споживчих цін у межі однознакових чисел не пізніше кінця 2010 року, подальшому зниженню темпів споживчої інфляції до рівня 5–7% на рік та утриманню в таких межах у середньостроковій перспективі. До досягнення цих рівнів установлюватимуться інфляційні орієнтири на кожен рік, які відповідатимуть зазначеній середньостроковій траєкторії.

## **2.2. Сучасні інструменти та механізми грошово-кредитної політики Національного банку України**

Національний банк України, виконуючи свою регулятивну функцію, підтримує рівновагу на грошово-кредитному ринку за допомогою законодавчо визначених механізмів та інструментів в межах методів прямої та вибіркової дії. Відповідно до чинного законодавства основними з них є [171]:

1) визначення та регулювання норм обов'язкових резервів для комерційних банків;

2) процентна політика;



- 3) рефінансування комерційних банків;
- 4) управління золотовалютними резервами;
- 5) операції з цінними паперами (крім цінних паперів, що підтверджують корпоративні права), у тому числі з казначейськими зобов'язаннями, на відкритому ринку;
- 6) регулювання імпорту та експорту капіталу;
- 7) емісія власних боргових зобов'язань та операції з ними.

### **2.2.1. Обов'язкові резервні вимоги: зарубіжний досвід та сучасна вітчизняна практика їх використання**

Обов'язкові резервні вимоги є одним із монетарних інструментів, що використовується центральними банками для регулювання обсягів грошової маси в обігу та управління грошово-кредитним ринком. У вузькому значенні під обов'язковими резервами розуміють активи банку, які використовуються для забезпечення його гарантованої ліквідності [16, с. 22]. Дія цього інструмента полягає у зміні центральним банком нормативу резервування, в межах якого банки зобов'язані частину залучених коштів зберігати на рахунку у центральному банку.

Вперше обов'язкові резервні вимоги були застосовані в США у 1913 р. з метою формування страхового фонду для гарантованої виплати депозитів. Згодом цей інструмент почали використовувати в інших країнах, зокрема, в Німеччині (1948 р.), Франції (1979 р.), у Великій Британії (1961 р.) [2, с. 119].

Нині мінімальні обов'язкові резерви використовуються в багатьох розвинених країнах. Проте якщо на початковому етапі застосування цього інструмента його функціональне призначення обмежувалось страхуванням своєчасного виконання зобов'язань банків щодо залучених коштів, то нині їх функції значно розширилися. В сучасних умовах обов'язкове резервування – це інструмент грошово-кредитної політики, що використовується, крім регулювання ліквідності банківської системи, для регулювання емісії кредитних грошей банками, засіб антициклічної та антиінфляційної політики.

Мінімальні обов'язкові резерви як монетарний інструмент має свої особливості, які зумовлюють специфіку його застосування центральним банком у своїй грошово-кредитній політиці:

по-перше, резервні вимоги – потужний засіб грошово-кредитного регулювання, адже навіть невеликі зміни норми резервів призводять до значних змін в обсягах вільних резервів банків та до ще більших змін, через дію мультиплікатора, – в обсягах їх кредитних вкладень;

по-друге, дія цього інструмента недостатньо керована, оскільки пов'язана з мультиплікативним ефектом;

по-третє, резервні вимоги обов'язкові для виконання усіма банками, тому є жорстким інструментом прямої дії;

по-четверте, мінімальні обов'язкові резерви є постійно діючим довгостроковим інструментом грошово-кредитної політики, на відміну від інших монетарних інструментів, що застосовуються залежно від ситуації на грошово-кредитному ринку.

Враховуючи зазначені особливості, цей інструмент центральними банками використовується для довгострокового регулювання ліквідності банків та грошової маси в обігу. Крім того, використання цього інструменту потребує обережності в застосуванні поряд з ним більш гнучких інструментів грошово-кредитної політики, наприклад, операцій на відкритому ринку.

Слід зазначити, що застосування цього інструменту грошово-кредитної політики в різних країнах має деякі відмінності, які полягають у:

– розмірі обов'язкових резервів. Він значно коливається в різних країнах: найбільший розмір встановлено в Італії, Іспанії, найменший – у Японії. Норма обов'язкового резервування в зарубіжних країнах, при загальній тенденції до зниження, може встановлюватися до залучених коштів узагальнено (Італія) або диференційовано (більшість інших країн). Основними критеріями диференціації є вид та термін залучення коштів, їх розмір, валюта, громадянство вкладника (резидент чи нерезидент), категорія вкладника (юридична чи фізична особа). У минулому норми резервування різнилися за географічним критерієм та спеціалізацією банків. Наприклад, у США до 1980-х рр. банки аграрної спеціалізації та банки, розташовані у великих містах, зобов'язані були формувати резерви в більшому розмірі, ніж інші банки [26, с. 557];

– розрахунковому періоді для виконання резервних вимог. Він, як правило, складає один місяць, проте може коливатися від 10 днів (у Іспанії) до 6 місяців (у Великій Британії);

– рівні використання та ролі, яку відіграє обов'язкове резервування у грошово-кредитній політиці зарубіжних країн. Більш широкого застосування обов'язкове резервування набуває при проведенні антициклічної політики, в країнах із значними інфляційними процесами та з перехідною економікою. Центральні банки розвинутих країн віддають перевагу більш гнучким інструментам, які впливають на грошову пропозицію не прямо, а через формування певних умов на ринку. В таких країнах резервні вимоги змінюються набагато рідше, ніж зміни в політиці операцій на відкритому ринку чи облікової ставки. Зокрема, Федеральна резервна система США протягом 1950–1980 рр. коригувала резервну норму приблизно раз на рік, подальші зміни відбулися у 1980, 1990, 1992 і 2001 рр. [26, с. 557–560]. У використанні цього інструменту спостерігається загальносвітова тенденція зменшення розміру резервних вимог, а окремі країни, наприклад, Канада, Великобританія, Нова Зеландія, Австралія, Швейцарія взагалі відмо-

вилися від встановлення для банків обов'язкових резервних вимог. Причиною було визнання обов'язкових резервів своєрідним податком, який збільшує вартість банківських ресурсів, зменшуючи таким чином конкурентоспроможність банків на глобальних фінансових ринках;

– сплачуваності вимог виконання обов'язкових резервів банками. В Англії, Польщі, Угорщині та Словаччині та в багатьох інших країнах на обсяг сформованих банками обов'язкових резервів нараховуються та сплачуються центральним банком проценти. Дотримання принципу платності у використанні зазначеного інструмента є ринковим підходом, зумовленим усвідомленням того, що в разі, якщо за сформованими банками резервами не сплачується процент – цей інструмент діє як податок на банківську систему та її позичальників, на яких переноситься тягар підвищених процентів за кредит за непрацюючі резервні кошти. Зокрема, у Словаччині розмір плати за сформовані банками резервні вимоги є фіксованим і становить станом на кінець 2006 року 1,5% [93]. За виконання обов'язкових резервних вимог польські банки одержували станом на кінець 2006 р. плату у розмірі 0,9 від облікової ставки центрального банку. В Угорщині, Великобританії, а також банки країн – учасників Європейського економічного та валютного союзу одержують процент, який дорівнює основній ставці центрального банку [26, с. 560]. Отже, на обсяг сформованих банками резервів нараховується центральними банками багатьох зарубіжних країн процент, як правило, у розмірі офіційної ставки. Таким обсягом оплачуваних виконаних резервних вимог є, наприклад у Банку Англії, цільовий обсяг  $\pm 1\%$  [129];

– застосуванні штрафних санкцій. Зокрема, в практиці одних країн використовуються штрафні санкції для банків за недовиконання цільового рівня обов'язкових резервних вимог, в інших (Великобританія, країни Євро-союзу) штрафними санкціями обкладаються фактичні залишки резервів, які не відповідають цільовому діапазону  $\pm 1\%$ . Такі штрафні санкції спонукають банки користуватися постійно діючими механізмами депонування та кредитування з метою розміщення надлишкової ліквідності чи залучення необхідних коштів для виконання обов'язкових резервних вимог у необхідному обсязі, тим самим підтримуючи криву короткострокової доходності на міжбанківському ринку на рівні, який дасть змогу центральному банку досягти заданої інфляційної цілі через регулювання ринкових ставок.

В Україні механізм обов'язкових резервів, як інструмент грошово-кредитної політики, почав застосовуватися з 1992 р. і на початковому етапі розвитку грошово-кредитної політики незалежної України був одним із основних інструментів регулювання грошово-кредитного ринку. Нині політика використання цього інструменту характеризується зменшенням його ролі у регулюванні грошово-кредитного ринку, що виявляється у зменшенні норм обов'язкового резервування та посилення ролі більш гнучких

інструментів, зокрема, депозитних/кредитних операцій та процентної політики Національного банку України.

Використання інструменту обов'язкових резервних вимог регулюється нині чинним Положенням про формування обов'язкових резервів для банків України [153]. Відповідно до зазначеного Положення всі банки України з часу отримання ними банківської ліцензії зобов'язані резервувати і зберігати кошти на рахунках в Національному банку України відповідно до встановлених нормативів.

Залежно від стану грошово-кредитного ринку і прогнозу його подальшого розвитку Правління Національного банку України приймає окремі рішення щодо звітного періоду резервування; нормативів обов'язкового резервування; складу зобов'язань банку (об'єкт резервування) щодо яких установлюються нормативи обов'язкового резервування; обсягу обов'язкових резервів, який має щоденно на початок операційного дня зберігатися на кореспондентському рахунку банку в Національному банку; порядку формування та зберігання коштів обов'язкового резервування на окремому рахунку в Національному банку. Ретроспективний аналіз використання зазначених та інших внутрішніх важелів обов'язкових резервних вимог свідчить про значні зміни у їх використанні. Зокрема:

- звітний період резервування. Це визначений строк (кількість днів), протягом якого кошти резервуються і зберігаються на кореспондентському рахунку банку в Національному банку або на окремому рахунку в Національному банку відповідно до встановлених нормативів. За час використання інструменту обов'язкового резервування в Україні звітний період дотримання банками резервних вимог становив залежно від ситуації на грошовому ринку 10, 15 днів, а нині – місяць. Подовження звітного періоду свідчить про лібералізацію політики Національного банку України щодо обов'язкового резервування;

- розмір і вид активів, що можуть зараховуватися для покриття обов'язкових резервів. Використання цього важелю дозволяє зменшити встановлений норматив резервування та збільшити ліквідність банків. З цією ж метою в окремі періоди НБУ (зокрема в 1995, 1997 рр.) дозволяв використовувати облігації внутрішньої державної позики на покриття обов'язкових резервних вимог. До 1 травня 2006 р. в Положенні про порядок визначення та формування обов'язкових резервів для банків України було передбачено можливість зарахування в покриття норм обов'язкового резервування частини готівки (0–100%) у національній валюті, що знаходиться в касі банку. В умовах значного рівня вільної ліквідності банківської системи України можливість покриття обов'язкових резервів іншими активами до жовтня 2008 року не використовувалася;

- обсяг обов'язкових резервів, який має щоденно на початок операційного дня зберігатися на кореспондентському рахунку банку в НБУ. Він

установлюється для звітнього періоду резервування в процентному відношенні (від 20 до 100%) до суми обов'язкових резервів за попередній звітний період резервування, визначеної без урахування покриття будь-якими активами банку. Національний банк з 2005 року неодноразово змінював розмір обсягу обов'язкових резервів, який має зберігатися щоденно на початок операційного дня на кореспондентському рахунку в НБУ – на 1 січня 2005 р. цей показник був встановлений на рівні не менше 60% від суми визначеного та сформованого обсягу обов'язкових резервів за попередній звітний період резервування, з 15 квітня – не менше 80%, з 1 вересня – не менше 100%, з 1 жовтня – не менше 90%, а з 1 жовтня 2006 р. і до нині – не менше 100%;

– формування та зберігання банками коштів обов'язкових резервів. До травня 2006 року формування та зберігання банками коштів обов'язкових резервів здійснювалося лише на кореспондентському рахунку в НБУ. З зазначеного періоду відповідно до нових змін до Положення про порядок формування обов'язкових резервів для банків України [153], формування та зберігання банками коштів обов'язкових резервів здійснюватиметься на кореспондентському рахунку банку в Національному банку або на окремому рахунку в Національному банку. Зазначені зміни законодавчо закріпили право Національного банку приймати рішення щодо формування і зберігання банками коштів обов'язкових резервів на окремому рахунку в разі суттєвого погіршення ситуації на грошово-кредитному ринку внаслідок несприятливих політичних, соціально-економічних обставин, техногенних катастроф, стихійного лиха чи інших подій, що потенційно можуть загрожувати стабільній роботі банківської системи;

– нормативи обов'язкового резервування та частота їх змін за певний період. Норма обов'язкового резервування та її зміни визначаються відповідно до завдань грошово-кредитної політики й змін макроекономічної та монетарної ситуації. Різке підвищення та високий розмір обов'язкових резервних вимог можуть спричинити погіршення ліквідності та виконання банками розрахункової функції. Така ситуація була в Україні в 1993 р. за норми резервування 20–60%. Часті її зміни також негативно впливають на ситуацію на грошово-кредитному ринку, дестабілізуючи та роблячи її важко прогнозованою. Протягом 2001–2006 рр. частота змін нормативу резервування не перевищувала трьох разів на рік, а його максимальний розмір знизився з 15 до 5%;

– об'єкт резервування («база» обов'язкових резервів), яким можуть бути як загальна сума залучених коштів, так і окремі його складові. Зокрема, до 2000 р. розмір обов'язкових резервів визначався узагальнено для усіх видів залучених коштів і становив на кінець 1992 року – 13%, 1993 – 25, 1994–1997 рр. – 16,5%, 1999 р. – 17 і в 2000 р. – 15%. З 2001 р. Національний банк почав застосовувати до визначення норм резервування диферен-

ційований підхід. Нині обов'язковому резервуванню підлягають усі залучені банком кошти, за винятком кредитів, одержаних від інших банків, та іноземних інвестицій, залучених від міжнародних фінансових організацій, а також коштів, залучених на умовах субординованого боргу. До залучених банками коштів належать кошти, які обліковуються на поточних, вкладних (депозитних) рахунках юридичних та фізичних осіб, а також залучені кошти, що належать юридичним і фізичним особам та відображені в балансі банку на інших рахунках бухгалтерського обігу [153]. Відповідно до такого диференційованого підходу розмір нормативу обов'язкового резервування встановлювався залежно від терміну, валюти залучених коштів та категорії вкладника, а з листопада 2007 р. – від резидентності юридичних осіб, у яких залучаються кошти [172; 180].

Так, станом на кінець року діапазон (максимальний і мінімальний рівень) обов'язкових резервних вимог для банків України коливався в межах 6–14% у 2001 р., 0–12% – у 2002–2003 рр. (рис. 2.1).



Примітка: З 11.10.2008 року була тимчасово встановлена нульова ставка резервування коштів за договорами про залучення банками коштів в іноземній валюті від нерезидентів на строк, що дорівнює або менше 183 календарних днів [165].

**Рис. 2.1. Динаміка змін розміру диференційованих норм обов'язкових резервних вимог для банків в Україні у 2001–2008 рр.**

З кінця 2002 р. до жовтня 2004 р. від банків не вимагалось формування резервів за довгостроковими коштами, залученими в національній валюті від юридичних і фізичних осіб, тобто обов'язкове резервування здійснювалося за нульовою ставкою. При цьому відповідно до постанови Національного банку України «Про окремі питання регулювання грошово-кредитного ринку» від 19.05.2004 № 221 нормативи обов'язкового

резервування для формування банками обов'язкових резервів були встановлені в наступному розмірі:

- короткострокові кошти і вклади (депозити) юридичних осіб у національній валюті та іноземній валюті відповідно 6 та 10%;
- короткострокові кошти і вклади (депозити) фізичних осіб у національній валюті та іноземній валюті відповідно 2 і 10%;
- довгострокові кошти і вклади (депозити) юридичних та фізичних осіб у національній валюті – 0% в іноземній валюті – 8%;
- кошти вкладів (депозитів) на вимогу та кошти на поточних рахунках у національній валюті та іноземній валюті відповідно 8 та 12%.

Така політика Національного банку України була спрямована на покращення структури ресурсної бази, її розширення шляхом стимулювання чи обмеження тих чи інших депозитних операцій та активізації на цій основі кредитної діяльності банків. Проте цей захід не дав значних очікуваних результатів, оскільки в умовах високих інфляційних та девальваційних очікувань вкладники надавали перевагу короткостроковим вкладенням в іноземній валюті.

З жовтня 2004 р. через інфляційні тенденції Національний банк України почав застосовувати більш жорстку політику мінімальних резервних вимог, одним із важелів реалізації якої стало введення єдиного критерію диференціації норми резервування – строковості. Нормативи обов'язкового резервування були встановлені: за строковими коштами і вкладками юридичних і фізичних осіб у національній та іноземній валюті; за коштами вкладів юридичних і фізичних осіб у національній та іноземній валюті на вимогу; за коштами на поточних рахунках. Протягом 2004–2005 рр. їх розміри неодноразово змінювалися і з вересня 2005 р. становили відповідно 6 і 8%, а з травня 2006 р. – 4 і 6%.

З серпня 2006 р. при визначенні їх норм обов'язкового резервування почала враховуватися не лише строковість залучених банками України коштів (строкові, до запитання), а й їх валюта залучення (національна, іноземна). Так, Національним банком України було визначено такі нормативи обов'язкового резервування для формування банками обов'язкових резервів [172; 173]:

- строкові кошти і вклади (депозити) юридичних і фізичних осіб у національній валюті – 2% (з 01.10.2006 – 0,5%);
- строкові кошти і вклади (депозити) юридичних і фізичних осіб в іноземній валюті – 3% (з 01.10.2006 – 4%);
- кошти вкладів (депозитів) юридичних і фізичних осіб у національній валюті на вимогу і кошти на поточних рахунках – 3% (з 01.10.2006 – 1%);
- кошти вкладів (депозитів) юридичних і фізичних осіб в іноземній валюті на вимогу і кошти на поточних рахунках – 5%.

Така політика Національного банку була спрямована на покращення структури ресурсної бази банків у розрізі валют і зумовлена зростанням ризиків ліквідності в банківській системі, пов'язаних із так званими валютними гепами, тобто невідповідністю між валютою залучених коштів і кредитних вкладень.

Враховуючи певне посилення інфляційних процесів у 2007 р. з метою стримування інфляційного тиску та попередження накопичення ризиків виникнення дисбалансів у фінансовій сфері, Національний банк України з 20 листопада 2007 року ввів до складу зобов'язань банків, які підлягають обов'язковому резервуванню в розмірі встановлених нормативів обов'язкового резервування, кошти, які залучені банками від банків-нерезидентів та фінансових організацій-нерезидентів [180].

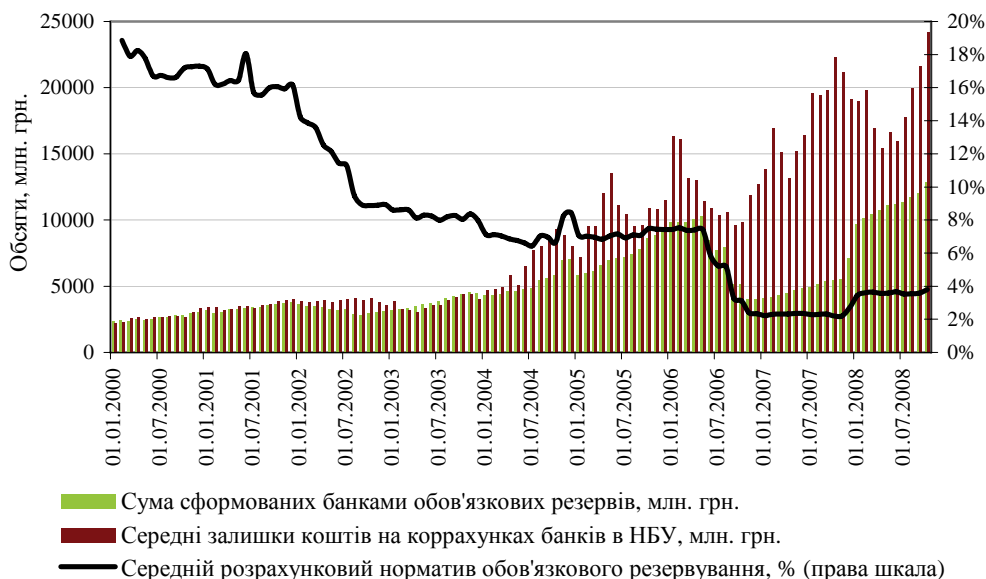
Наступні зміни в умовах формування банками обов'язкових резервних вимог були запроваджені Національним банком у жовтні 2008 р. у комплексі з іншими заходами, спрямованими на нейтралізацію впливу зовнішньої фінансової кризи, забезпечення стабільності банківської системи та підтримання її ліквідності відповідно до постанови Національного банку України «Про додаткові заходи щодо діяльності банків» № 319 від 11.10.2008 р. Нормами цієї Постанови встановлено, що банки здійснюють обов'язкове резервування коштів з урахуванням касових залишків коштів у національній валюті та облігацій внутрішньої державної позики, строк погашення яких припадає на звітний календарний рік. Крім цього, була тимчасово встановлена нульова ставка резервування коштів за договорами про залучення банками коштів в іноземній валюті від нерезидентів на строк, що дорівнює або менше 183 календарних днів [165].

Вітчизняна практика використання механізму мінімальних резервних вимог свідчить про зміну жорсткої політики Національного банку в застосуванні цього інструмента на більш помірковану та зважену. Вона виявляється у зменшенні норм обов'язкового резервування в регулюванні ліквідності та посилення ролі більш гнучких інструментів, зокрема, рефінансування та процентної політики; постійному удосконаленні внутрішніх вазелів регулювання механізму обов'язкового резервування.

Слід зазначити, що інструмент обов'язкових резервних вимог використовується центральними банками для регулювання обсягів грошової маси в обігу та забезпечення певного мінімального рівня ліквідності банківської системи: у разі зниження норми обов'язкових резервних вимог відбувається збільшення вільної ліквідності банків та розширюються їх можливості щодо проведення активних операцій та виконання своїх зобов'язань. Підвищення нормативу обов'язкового резервування, навпаки, зменшує зазначені можливості та пропозицію грошей. На практиці ця залежність виявляється у тому, що зростання/зменшення нормативу обов'язкового резервування позначається на зростанні/зменшенні обсягів



сформованих банками обов'язкових резервних вимог, що зберігаються на кореспондентських рахунках банків в Національному банку України, які у свою чергу позначаються на зменшенні/збільшенні вільної ліквідності банків (коштів обов'язкових резервних вимог за виключенням обсягів сформованих банками обов'язкових резервів) (рис. 2.2).



Примітка: середній розрахунковий норматив обов'язкового резервування розраховано як процентне відношення суми сформованих резервних вимог до депозитних зобов'язань банків.

**Рис. 2.2. Динаміка сформованих банками обов'язкових резервів, залишків коштів на рахунках банків в НБУ та середнього нормативу обов'язкового резервування у 2000–2008 рр.**

Джерело: розраховано за даними офіційного сайту Національного банку України [133].

Так, за 2000–2007 рр. середній розрахунковий норматив обов'язкового резервування знизився з 18,9 до 2,2% станом на кінець листопада 2007 року, що свідчить про тенденцію зменшення ролі інструменту обов'язкових резервних вимог в регулюванні грошово-кредитного ринку. Такі зміни відповідають загальносвітовій тенденції змін у використанні зазначеного інструмента монетарної політики, що супроводжується в зарубіжних країнах одночасним посиленням впливу ринкового інструментарію, зокрема, процентного.

В Україні з грудня 2007 року середній норматив обов'язкових резервних вимог почав зростати і на кінець вересня 2008 року становив 3,8%. Така тенденція зумовлена необхідністю (в умовах заміщення депозитної ресурсної бази іноземними запозиченнями) посилення ролі обов'язкових резервних вимог у регулюванні дисбалансів (гепів) в активних та пасивних

операціях банків шляхом включення до «бази резервування» коштів, залучених банками від банків-нерезидентів та фінансових організацій-нерезидентів та зростання зобов'язань банків за залученими коштами в іноземній валюті, за якими відраховується вища норма резервування, ніж в національній. Як бачимо з рис. 2.2, зміна нормативу обов'язкових резервних вимог позначилася на зменшенні вільної ліквідності банківської системи, оскільки є потужним інструментом грошово-кредитної політики, що використовується центральним банком для регулювання грошової маси та грошово-кредитного ринку.

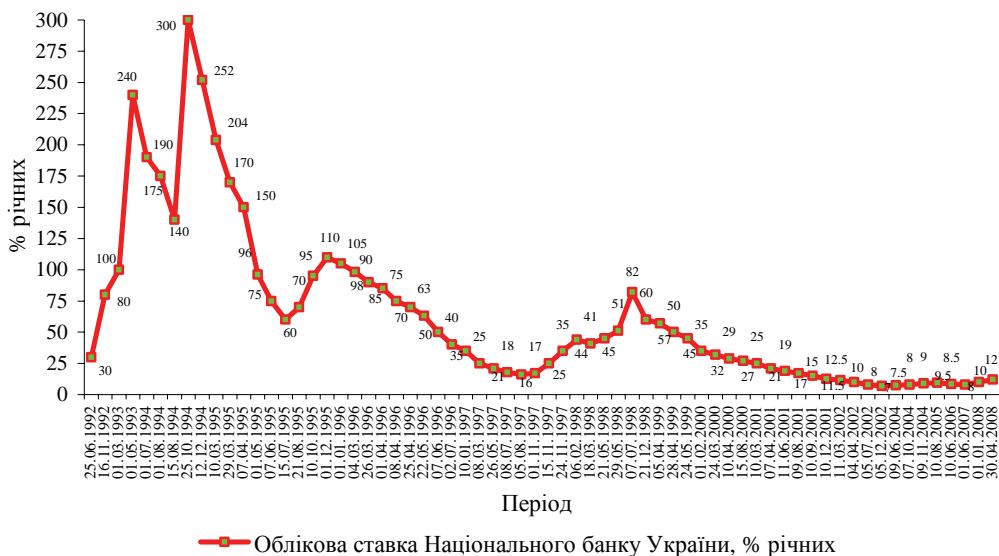
### 2.2.2. Процентна політика

Процентна політика є важливою складовою грошово-кредитної політики, а офіційні процентні ставки – інструмент впливу центральних банків на їх економічний розвиток. Така значимість процентної політики пов'язана із роллю, яку виконують процентні ставки в економіці: вони слугують суб'єктам економіки інформаційними індикаторами для прийняття рішень щодо заощаджень, інвестицій та споживання, надають їм можливість еластично реагувати на зміну ринкової кон'юнктури шляхом переливання капіталів між сферами та галузями економіки, збалансовуючи на цій основі попит і пропозицію на фінансовому та товарному ринках.

У структурі трансмісійного (передавального) механізму грошово-кредитної політики офіційні процентні формують процентний канал (ланцюг змінних), який описує вплив центрального банку на економіку через регулювання процентних ставок. Дія цього каналу полягає в тому, що зміна грошово-кредитної політики, насамперед через основну офіційну ставку, прямо впливає на короткострокові ставки на фінансовому ринку, і через криву дохідності – на довгострокові. З певним часовим лагом вплив основної ставки центрального банку поширюється на ставки на фінансовому ринку, на інтенсивність переміщення капіталу між різними його сегментами, обсяги заощаджень, інвестицій, споживання, тобто на зміну сукупного попиту та пропозиції, а, отже, – і на темпи зростання економіки, зайнятість та рівень інфляції.

Дія процентної політики як інструменту центрального банку полягає в установленні та періодичній зміні центральним банком офіційних процентних ставок за його операціями. Важливу роль у процентній політиці відіграє облікова ставка центрального банку, яка є основною офіційною ставкою та орієнтиром для суб'єктів економіки офіційної вартості ресурсів (рис.2.3). Змінюючи облікову процентну ставку, центральний банк впливає на пропозицію грошей. Передавальний механізм цього зв'язку в умовах недостатньої ліквідності банківської системи розпочинається у разі підвищення облікової ставки із подорожчання кредитів рефінансування центрального банку, яке позначається на зростанні ставок за кредитами

суб'єктам економіки (населенню та суб'єктам господарювання) та зменшенні попиту на дорогі кредити рефінансування з боку банків, так і на банківські кредити з боку населення. У загальному підсумку підвищення рівня облікової ставки призводить до зменшення обсягів рефінансування банків, зменшення грошової бази і зниження пропозиції грошей. Зниження облікової ставки центрального банку має зворотній ефект: стимулює зростання попиту на дешевші кредити рефінансування, зниження кредитних ставок та зростання на цій основі попиту на кредит банків тим самим веде до зростання пропозиції грошей. На основі розширення/звуження пропозиції грошей стимулюється економічна активність суб'єктів економіки, тому процентна політика є важелем регулювання ділової активності суб'єктів економіки та циклів її розвитку.



**Рис. 2.3.** Динаміка змін облікової ставки Національного банку України у 2002–2008 рр.

Джерело: побудовано за даними офіційного сайту Національного банку України [133].

Офіційна процентна ставка має вплив і на інші процентні ставки та дохідність на фінансовому ринку. Насамперед, вплив основної ставки центрального банку позначається на ставках на міжбанківському ринку (за кредитами овернайт, іншими кредитами та депозитами). Зростання вартості ресурсів на міжбанківському ринку спричиняє веде до зростання ринкових ставок за банківськими кредитами в економіку країни та ставок за депозитами, при цьому попит на цінні папери скорочується, їх ринкова вартість знижується, а дохідність на ринку цінних паперів матиме тенденцію до зростання.

Процентна політика центрального банку також має вплив на динаміку обмінного курсу національної валюти через стимулювання припливу або

відпливу короткострокових капіталів, які переміщуються між країнами у пошуку найбільш прибуткового розміщення. Підвищення центральним банком облікової ставки стимулює приплив короткострокових капіталів у країну з тих країн, де облікова ставка нижча, і сприяє таким чином поліпшенню стану платіжного балансу і ревальвації (укріпленню) обмінного курсу національної валюти. Зниження ж центральним банком облікової ставки, навпаки, стимулює відплив капіталів із країни, що зумовлює девальвацію обмінного курсу національної валюти.

Важливу роль в реалізації процентної політики мають процентні ставки за основним обсягом монетарних операцій центрального банку. Залежно від стану ліквідності на грошово-кредитному ринку цією ставкою може бути процентна ставка за депозитною (у випадку наявності надлишкової ліквідності в банківській системі) або кредитною операцією (у випадку проблем з ліквідністю). Ця ставка є ключовою ставкою центрального банку через те, що операції центрального банку за цією ставкою є найбільш очікуваними.

Слід відмітити, що в умовах надлишкової ліквідності банківської системи ефективність процентної політики знижується через відсутність попиту на кредити рефінансування з боку банків, а, отже, і нечутливість грошово-кредитного ринку до процентного інструментарію грошово-кредитної політики. За таких умов центральні банки змушені проводити стерилізацію надлишкової ліквідності з метою нівелювання її впливу на ефективність грошово-кредитної політики.

В Україні основні принципи проведення процентної політики визначені в Положенні «Про процентну політику Національного банку України» [155]. У цьому Положенні зазначено, що процентна політика Національного банку – це регулювання Національним банком попиту та пропозиції на грошові кошти як через зміну процентних ставок за своїми операціями, так і шляхом рекомендацій щодо встановлення процентних ставок за активними та пасивними операціями банків з метою впливу на процентні ставки суб'єктів грошово-кредитного ринку та дохідність фінансових операцій. Кінцевою метою процентної політики є вплив на процентні ставки в усіх сегментах економічних процесів.

Відповідно до ст. 2 Положення Національний банк з метою ефективного управління грошово-кредитним ринком, обсягами грошової маси в обігу та виконання функцій кредитора останньої інстанції встановлює за своїми операціями такі процентні ставки [155]:

- 1) облікову;
- 2) за кредитами овернайт;
- 3) рефінансування;
- 4) за депозитами овернайт;
- 5) залучення тимчасово вільних коштів банків.

*Облікова ставка Національного банку* – один з монетарних інструментів, за допомогою якого Національний банк установлює для суб'єктів грошово-кредитного ринку орієнтир щодо вартості залучених та розміщених грошових коштів на відповідний період і є основною процентною ставкою, яка залежить від процесів, що відбуваються в макроекономічній, бюджетній сферах та на грошово-кредитному ринку. Облікова ставка є основною процентною ставкою Національного банку України [155]. Розмір облікової ставки визначається із дотриманням наступних основних принципів:

- облікова ставка використовується Національним банком одночасно як засіб реалізації грошово-кредитної політики та орієнтир ціни на гроші;
- облікова ставка є одним із чинників, що характеризують основні напрями змін грошово-кредитного регулювання;
- облікова ставка є найнижчою серед процентних ставок, за якими Національний банк може підтримати ліквідність банків.

Визначення рівня та характеру змін облікової ставки Національного банку залежить від тенденцій загального економічного розвитку, макроекономічних та бюджетних процесів, стану грошово-кредитного ринку. До уваги беруться тенденції розвитку та змін таких показників: прогнозний і фактичний рівень інфляції у відповідному періоді; прогнозний і фактичний рівень зміни індексу цін виробників промислової продукції; середній рівень інфляції за попередні 12 місяців; середня облікова ставка за попередні 12 місяців; темпи приросту грошової маси в обігу; структура прогнозних і фактично випущених в обіг Національним банком платіжних засобів у відповідному періоді; динаміка процентних ставок на міжбанківському ринку кредитних ресурсів; динаміка процентних ставок за кредитами та депозитами банків. При визначенні облікової ставки Національний банк враховує й інші фактори, які можуть вплинути на вартість коштів у національній валюті – інфляційні або девальваційні очікування, процентні ставки рефінансування, які використовуються центральними банками країн, що мають тісні торговельно-економічні зв'язки з Україною тощо.

Розмір облікової ставки розглядається Комітетом з монетарних питань Національного банку, затверджується рішенням Правління Національного банку та діє до її зміни.

*Ставка за кредитами овернайт* – процентна ставка, за якою Національний банк надає банкам кредити строком на один робочий день з метою згладжування тимчасових коливань ліквідності банків та оперативного регулювання грошово-кредитного ринку. Її розмір визначається Національним банком на основі облікової ставки з урахуванням поточної ситуації на грошово-кредитному ринку, аналізі процентних ставок на міжбанківському кредитному ринку, попиту і можливої пропозиції щодо випуску Національним банком в обіг коштів [155]. Розмір процентної ставки за кредитами овернайт може бути диференційованим залежно від забезпечення

кредиту. Нині національний банк підтримує короткострокову (миттєву) ліквідність банків кредитами овернайт, які надаються під забезпечення державними цінними паперами та без забезпечення (бланкові).

*Ставка рефінансування* – процентна ставка, за якою Національний банк надає банкам на визначений строк кредити рефінансування. Національний банк установлює процентну ставку за кредитами рефінансування (ставку рефінансування) під час проведення з банками кількісного тендера, яка визначається на основі облікової ставки та залежно від строку та виду рефінансування і не може бути меншою, ніж облікова ставка. Національний банк може встановлювати процентну ставку рефінансування за результатами проведення процентних тендерів залежно від пропозиції вартості на кошти Національного банку, що надходять від банків. На процентному тендері заявки банків задовольняються відповідно до зниження запропонованої в них процентної ставки, починаючи із найвищої, і далі поступово до закінчення запропонованого Національним банком обсягу кредитів або задоволення всіх заявок банків [155].

*Ставка за депозитами овернайт* – процентна ставка, за якою Національний банк залучає тимчасово вільні кошти банків строком на один робочий день.

*Ставка залучення тимчасово вільних коштів банків* – процентна ставка, за якою Національний банк залучає тимчасово вільні кошти банків відповідно до визначених строків понад один робочий день шляхом розміщення депозитних сертифікатів з метою вилучення надлишкових коштів банків, регулюючи обсяг грошової маси в обігу. Розмір процентної ставки за розміщеними депозитними сертифікатами встановлюється диференційовано відповідно до строків залучення коштів. Визначення процентної ставки за коштами, що мобілізуються Національним банком шляхом випуску депозитних сертифікатів, залежить від стану та прогнозного обсягу загальної ліквідності банків, кон'юнктурних очікувань ринку та терміну вилучення коштів з обігу.

За умови проведення тендеру з оголошенням загального обсягу коштів, що залучаються Національним банком без визначення ціни залучення, банки самостійно пропонують процентну ставку, за якою вони погоджуються вкласти кошти в депозитний сертифікат. Національний банк здійснює розміщення депозитних сертифікатів у межах оголошеного обсягу коштів і самостійно визначає прийнятну для залучення коштів процентну ставку, починаючи з найменшої запропонованої процентної ставки. У разі проведення такого розміщення Національний банк орієнтується на тенденції та динаміку процентних ставок на міжбанківському ринку.

Усі офіційні процентні ставки є установленим розміром плати за розміщені чи залучені кошти, що встановлюється Національним банком як важіль впливу на економічні процеси, застосовується у сферах економіки,

банківської та зовнішньоекономічної діяльності, а також як інструмент в антиінфляційних заходах.

Національний банк щоденно оголошує процентні ставки за своїми операціями. Встановленню офіційних ставок передує ретельний аналіз чинників, що впливають на коливання вартості грошей, розгляд та вивчення тенденції розвитку економічних процесів у державі та визначення системи тактичних і проміжних цілей у грошово-кредитній політиці для збалансування попиту і пропозиції на гроші.

З урахуванням ситуації на грошово-кредитному ринку Національний банк може рекомендувати банкам при проведенні пасивних та активних операцій застосовувати індикативні розміри процентних ставок. *Індикативною* є рекомендований орієнтовний розмір процентних ставок для банків щодо проведення ними операцій із залучення та розміщення коштів.

Прикладом реалізації процентної політики шляхом індикативного регулювання є, наприклад, Лист Національного банку України № 14-012/538-1181 від 10.02.2005 року, в якому звертається увага банків на необхідність підвищення ефективності роботи в частині проведення процентної політики по залученню та розміщенню кредитних ресурсів та містяться пропозиції банкам проводити більш зважену процентну політику як по залучених так і розміщених коштах, орієнтуючись на облікову ставку Національного банку України та рекомендовані ним ставки. Така реакція НБУ зумовлена занепокоєнням тим, що окремі банки залучають кошти на депозитні вклади за вартістю, яка не відповідає економічним процесам та стану грошово-кредитного ринку, і свідчить про наявність відповідних проблем в роботі банку, особливо це відноситься до питання збалансованості в термінах та розмірах між залученими та розміщеними коштами. Така депозитна політика банків щодо вартості залучених коштів призводить до необґрунтовано високих процентних ставок за кредитами.

Іншим важелем проведення процентної політики можуть бути певні обмеження, які встановлюються Національним банком України на процентні ставки грошово-кредитного ринку в Україні. Наприклад, у практиці процентного регулювання грошово-кредитного ринку Національний банк України використовує такі обмеження:

1) щодо максимальної процентної ставки за залученими коштами на умовах субординованого боргу. Максимальна ставка при цьому встановлюється диференційовано залежно від валюти та строку залучених субординованих коштів [166].

2) щодо максимальної процентної ставки за зовнішніми запозиченнями резидентів. Розмір максимальної вартості для резидентів запозичень на міжнародних фінансових ринках обмежується залежно від виду залучених коштів (1, 2, 3 група кредитів та позик в іноземній валюті за Класифікатором іноземних валют та банківських металів), виду процентної ставки

(фіксована і плаваюча) та строків запозичень (до 1 року, 1–3 роки, понад 3 роки) [167]. Зазначене обмеження зумовлене необхідністю вжиття заходів щодо недопущення безпідставного відпливу капіталу за межі України у вигляді виплати резидентами-позичальниками завищених процентів за користування кредитами, позиками в іноземній валюті, залученими від нерезидентів, а також підтримання стабільності грошової одиниці України.

Становлення та розвиток процентної політики в Україні відбувався досить складно. На початковому етапі розвитку (1991–1994 рр.) вона не відігравала значної ролі. Це пов'язано з тим, що в цей період існувала практика фінансування дефіциту бюджету Національним банком України. Крім того, за завданням уряду проводилась селективна політика щодо кредитної підтримки підприємств окремих галузей. Для цього Національний банк надавав пільгові кредити банкам за низькою ставкою для селективного кредитування пріоритетних позичальників. Рівень ставки, за якою Національний банк України рефінансував банки для підтримки неефективної діяльності вітчизняних підприємств, більшість з яких була потенційними банкрутами, визначався Верховною Радою України і не відповідав економічній ситуації, економічним процесам, які відбувалися в державі, а також не відображало вартості національної грошової одиниці (купоно-карбованця). Так, у 1993 р. облікова ставка, встановлена НБУ, дорівнювала 190%, а фактична ставка, за якою Національний банк видавав кредити, – 68,5% річних при рівні інфляції 10156% [226].

Поступова відмова від неринкової практики емісії грошей як джерела фінансування дефіциту державного бюджету, посилення реальної незалежності Національного банку України в реалізації грошово-кредитної політики та введення в дію нових механізмів рефінансування банків дало змогу протягом 1995–1997 рр. дещо сповільнити темпи зростання грошової маси та інфляції, знизити ставки на грошово-кредитному ринку.

У 1998 р. у зв'язку з фінансовою кризою процентна політика Національного банку була спрямована на утримання стабільності гривні, загрозу якій складала курсова нестабільність та криза ліквідності. У цей період Національний банк України змушений був протягом року кілька разів підвищувати облікову ставку, в результаті чого вона зросла до 82% на кінець року.

З 1999 року в Україні намітилася позитивна тенденція у динаміці основних макроекономічних показників – зростанні реального обсягу ВВП, курсовій стабільності, зменшенні інфляційних тенденцій, нормалізації ситуації з ліквідністю банківської системи. Ситуація, що склалася на грошово-кредитному ринку, дала змогу Національному банку взяти курс на експансійну грошово-кредиту політику шляхом поступового зниження облікової та інших офіційних ставок центрального банку (табл. 2.2).



Таблиця 2.2

**Процентні ставки за кредитами, наданими Національним банком України для підтримання ліквідності банків України у розрізі інструментів у 1994–2008 роках, % (середньозважені річні)\***

Механізми рефінансування	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	08. 2008
Облікова ставка НБУ (на кінець періоду)	252,0	110,0	40,0	35,0	60,0	45,0	27,0	12,5	7,0	9,0	9,0	9,5	8,5	8,0	12,0
Процентна ставка рефінансування банків НБУ (середньозважена річна за усіма інструментами)	124,9	82,1	51,8	25,2	52,7	44,0	29,6	20,2	9,2	8,0	16,1	14,7	11,5	10,1	15,4
У тому числі через:															
кредитний аукціон	264,0	83,0	52,6	21,7	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
ломбардне кредитування	–	110,0	64,4	31,4	54,4	61,1	30,9	–	–	–	–	–	–	–	–
операції РЕПО	–	–	–	21,8	54,1	59,7	28,0	22,0	11,7	8,0	13,5	12,0	10,7	–	15,1
кредити «овернайт», надані через постійно діючу лінію рефінансування	–	–	–	–	–	–	–	20,4	10,7	8,0	17,1	14,9	12,1	11,1	15,5
кредити рефінансування, надані шляхом проведення тендера	–	–	–	–	–	–	–	16,5	9,2	8,3	13,0	12,9	10,4	10,0	15,7
підтримання довгострокової ліквідності	–	–	–	–	–	–	–	–	8,0	7,0	7,0	–	–	–	–
стабілізаційний кредит	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	14,9	15,0	–	–	–
інші механізми операції своп	115,2	60,4	41,0	19,7	47,8	33,0	–	21,0	–	–	–	–	–	–	–
Кредити рефінансування під заставу майнових прав на кошти банківського вкладу (депозиту), розміщеного в НБУ	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	9,50	9,5	14,6
	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	8,50	8,5	–

\* Джерело: Бюлетень Національного банку України.

Так, з кінця 1998 року облікова ставка Національного банку України знизилася з 60,0% до 8,0% – на кінець 2007 року, тобто у 7,5 разів, що позитивно позначилося на зниженні депозитних та кредитних ставок банків, підвищенні доступності кредитів суб'єктам економіки, зростанні довіри до банківської системи та зниженні інфляційних процесів у країні (табл. 2.3). За 1999–2007 рр. процентні ставки банків за депозитами та кредитами знизилися відповідно з 22,3 до 8,2% та з 54,5 до 13,9%, при цьому обсяги депозитів та кредитів банків зросли відповідно в 23 та 36,2 рази. Зростання обсягів кредитування позитивно позначилося на діловій активності суб'єктів економіки, що дало змогу забезпечити зростання валового внутрішнього продукту країни. Проте, з деяких об'єктивних причин показник інфляції (індекс споживчих цін) залишається, за виключенням 2001–2003 років, у межах двозначного числа і потребує удосконалення грошово-кредитної політики для підвищення її ефективності у досягненні намічених цілей.

Слід зазначити, що основою ефективної процентної політики є операційні інструменти, які б у сукупності дозволяли їй виконувати поставлені завдання щодо впливу на процентні ставки в усіх сегментах економічних процесів. З цією метою у 2001 році було суттєво удосконалено інструментарій процентної політики шляхом запровадження інструментів, ефективність яких доведена зарубіжним досвідом. Нині відповідно до чинної законодавчої та нормативної бази [156;152;155]. Національний банк України має у своєму розпорядженні майже всі аналогічні інструменти, які у сукупності створюють операційну основу ефективної процентної політики в зарубіжних країнах.

Зокрема, операційною основою реалізації сучасної процентної політики є: операції з рефінансування банків (кредити овернайт, кредити строком до 14 днів і 365 днів), операції репо (прямого та зворотного), операції з обміну іноземної валюти на національну (своп), операції з власними борговими зобов'язаннями (депозитні сертифікати овернайт, строком до 14 днів і до 365 днів), операції з державними облігаціями України, довгострокові кредити під заставу майнових прав на кошти банківського вкладу.

Усвідомлюючи важливість ефективної процентної політики в системі монетарного регулювання макроекономічних процесів, Національний банк України в Основних засадах грошово-кредитної політики на 2008 р. [124] серед основних положень середньострокової стратегії визначив необхідність посилення її ролі через:

1. Поліпшення регулювання короткострокових ринкових ставок відсоткових ставок шляхом удосконалення підходів до встановлення коридору ставок Національного банку України за активними та пасивними операціями.
2. Вжиття заходів щодо посилення зв'язку між короткостроковими, довгостроковими відсотковими ставками та цінами на фінансові активи.

Таблиця 2.3

## Динаміка змін облікової ставки та основних макроекономічних показників в 1992–2007 рр.\*

Роки	Облікова ставка НБУ, % (на кінець періоду)	Процентна ставка банків за кредитами в національній валюті, %	Процентна ставка банків за депозитами в національній валюті, %	Зобов'язання банків за кошта- ми, залученими на рахунки суб'єктів госпо- дарювання та фізичних осіб, млн. грн.	Вимоги банків за наданими кредитами, млн. грн.	Темпи зростання ВВП у порівня- льних цінах, % до попереднього року	Індекс споживчих цін, % до грудня попереднього року
1992	80,0	76,0	68,0	20	27	90,1	21,0р.
1993	240,0	221,1	187,3	353	406	85,8	102,6р.
1994	252,0	201,7	171,0	2422	1558	77,1	501
1995	110,0	107,4	62,2	4287	4078	87,8	282
1996	40,0	77,0	34,3	5145	5452	90,0	139,7
1997	35,0	49,1	18,2	6357	7295	97,0	110,1
1998	60,0	54,5	22,3	8278	8873	98,1	120,0
1999	45,0	53,4	20,7	12156	11787	99,8	119,2
2000	27,0	37,3	9,2	18738	19574	105,9	125,8
2001	12,5	29,6	10,8	25674	28373	109,2	106,1
2002	7,0	19,6	6,9	37715	42035	105,2	99,4
2003	7,0	17,7	8,0	61617	67835	109,6	108,2
2004	9,0	17,5	7,9	82959	88579	112,1	112,3
2005	9,5	16,4	80,0	132745	143418	102,7	110,3
2006	8,5	15,1	7,6	184234	245226	107,3	111,6
2007	8,0	13,9	8,2	279738	426863	107,3	116,6

\* Джерело: Бюлетень Національного банку України.

Подальше удосконалення процентної політики як інструменту грошово-кредитної політики пов'язані з наміченими перспективами переходу до режиму монетарної політики, що базується на цінній стабільності, визначеними в Основних засадах грошово-кредитної політики з 2002 року. Режим, за якого головною ціллю грошово-кредитної політики є цінова стабільність потребує переходу від кількісного управління грошово-кредитним ринком до управління через відсоткові ставки. Ці зміни мають відобразитися на структурі монетарного трансмісійного механізму, головним каналом якого має стати процентний канал, а основним інструментом досягнення цінової стабільності – офіційні відсоткові ставки центрального банку. При цьому досягнення цільового показника інфляції забезпечуватиметься через вплив Національного банку на рівень відсоткових ставок в економіці шляхом підтримання за допомогою монетарних інструментів узгодженості короткострокових процентних ставок міжбанківського ринку з основною відсотковою ставкою центрального банку.

### **2.2.3. Кредитні та депозитні операції Національного банку України**

Кредитні та депозитні операції – важливий інструмент грошово-кредитної політики центральних банків. Вони є монетарними операціями і застосовуються для регулювання ліквідності банківської системи з метою підтримання рівноваги на грошово-кредитному ринку. Кредитні та депозитні операції – гнучкий та оперативний ринковий інструмент, їх застосування приводить до змін в обсягах грошової бази, тобто пропозиції грошей.

Відповідно до вітчизняної нормативної бази до листопада 2006 року Національний банк для регулювання ліквідності проводив наступні операції: рефінансування, депозитні операції, операції на відкритому ринку з державними цінними паперами та надавав стабілізаційні кредити. З метою удосконалення механізмів та інструментів регулювання грошово-кредитним ринком було прийнято нове Положення про регулювання Національним банком України ліквідності банків України від 26 вересня 2006 р. № 378 [156].

Відповідно до зазначеного Положення для ефективного регулювання ліквідності Національний банк України з урахуванням поточної ситуації на грошово-кредитному ринку застосовує такі інструменти:

- операції з рефінансування банків (постійно діюча лінія рефінансування для надання банкам кредитів овернайт, кредити рефінансування терміном до 14 днів і до 365 днів);
- операції репо (прямого та зворотного репо),
- операції з обміну іноземної валюти на національну з метою підтримання ліквідності банків (своп);
- надання стабілізаційного кредиту;

– операції з власними борговими зобов'язаннями (деPOSITними сертифікатами Національного банку терміном на один день (овернайт), до 14 днів і до 365 днів);

– операції з державними облігаціями України.

Кожна із зазначених операцій має свої особливості, які виявляються у їх сутності та спрямованості дії на ліквідність банків, їх видах, вимогах Національного банку України та умовах здійснення, видах забезпечення, періодичності здійснення, терміну, вартості, інструментах реалізації тощо.

За видами операції з регулювання ліквідності банків поділяються на:

1) кредитні, результатом яких є підтримання банківської ліквідності шляхом надання у тимчасове користування коштів центрального банку на платній основі;

2) депозитні, результатом яких є вилучення центральним банком надлишкової ліквідності в банківській системі з метою зменшення пропозиції грошей та посилення чутливості грошово-кредитного ринку до інструментів монетарної політики.

**Кредитні операції.** Нині підтримання ліквідності банків проводяться Національним банком України через операції рефінансування, прямого репо, операції своп та операції з купівлі державних облігацій України.

*Рефінансування* – операції Національного банку з надання банкам кредитів у встановленому порядку. Економічна сутність механізму рефінансування на мікрорівні полягає у підтримці ліквідності банків, а на макрорівні – у розширенні грошової маси в економіці країни. Кредити рефінансування для банків є джерелом тимчасових ліквідних коштів, доступність яких залежить від фінансового стану банків та цілей грошово-кредитної політики. Вони надаються банкам під відповідне забезпечення, перелік видів якого визначається центральним банком, виходячи із ситуації на грошово-кредитному ринку.

Операції з рефінансування банків Національним банком України мають свої особливості. Проведене дослідження дії цього механізму дозволило узагальнити його специфіку (табл. 2.4–2.8, 2.10).

Такі операції з рефінансування як кредити овернайт, надані через постійно діючу лінію рефінансування овернайт, кредити терміном до 14 днів і до 365 днів проводяться Національним банком України з такою періодичністю: три середи підряд – терміном до 14 днів; одна середа (раз на місяць) – рефінансування банків терміном до 365 днів; кредити овернайт – щоденно [156]. Національний банк України може прийняти рішення щодо підтримання ліквідності банку в разі дотримання ним таких основних вимог: діяти на ринку не менше одного року після отримання ліцензії Національного банку на здійснення банківських операцій і відповідного письмового дозволу; мати ліцензію Національного банку України на здійснення відповідних банківських операцій і письмовий дозвіл, у тому числі за операціями з валютними

цінностями та з цінними паперами за дорученням клієнтів або від свого імені; мати активи, які можуть бути прийняті Національним банком у заставу; здійснювати своєчасне погашення одержаних від Національного банку кредитів та процентів за користування ними. Національний банк може встановлювати додаткові вимоги до банків залежно від інструментів та строків рефінансування, а також виду забезпечення кредиту рефінансування.

Таблиця 2.4

**Підтримання ліквідності банків України через постійно діючу лінію рефінансування для надання банкам кредитів овернайт, кредити рефінансування терміном до 14 днів і до 365 днів\***

Сутність і спрямованість механізму	Рефінансування – операції з надання банкам кредитів у встановленому Національним банком порядку з метою підтримання ліквідності банків
Види кредитів	Постійно діюча лінія рефінансування для надання банкам кредитів овернайт, кредити рефінансування терміном до 14 днів і до 365 днів
Вимоги НБУ	Основні: наявність ліцензії НБУ, необхідних дозволів та ліквідної застави; строк діяльності банку – не менше 1 року; наявність позитивної кредитної історії в НБУ. Додаткові: залежно від інструментів, строків рефінансування та виду забезпечення кредиту рефінансування
Умови рефінансування	Видача кредиту здійснюється під однорідну заставу; забезпечення виконання зобов'язань (крім бланкового овернайт); процентна ставка за кредитами рефінансування не підлягає коригуванню протягом дії кредитної угоди, її розмір не може бути нижчим, ніж облікова ставка НБУ; наявність генерального кредитного договору з НБУ (для кредитів овернайт); загальна заборгованість за кредитами НБУ (крім кредиту овернайт) – не більше 50% розміру регулятивного капіталу банків; встановлюються також обмеження щодо обсягу рефінансування одного банку залежно від запропонованого на тендері обсягу кредитів
Види забезпечення	Державні облигації України; державні облигації України, які перебувають у довірчій власності банку; депозитні сертифікати НБУ; векселі суб'єктів господарювання – резидентів України, векселі банків, авальовані іншим банком; гарантії іншого банку-резидента; облигації місцевих позик, що вільно обертаються на ринку; цінні папери Державної іпотечної установи; облигації підприємств, що вільно обертаються на ринку (крім цільових); іпотечні облигації (лише звичайні), що вільно обертаються на ринку; іпотечні сертифікати з фіксованою дохідністю (лише іменні документарні); подвійні складські свідоцтва, що містять складські свідоцтва та заставні свідоцтва, за умови надання банком кредиту під їх забезпечення; заставні; майнові права, що виникли в банку в результаті укладення кредитного договору між ним та відповідним суб'єктом господарювання (для кредитів рефінансування понад 14 днів)
Періодичність здійснення рефінансування	Щосереди: три середи підряд – рефінансування банків терміном до 14 днів; одна середа (раз на місяць) – рефінансування банків терміном до 365 днів; кредити овернайт – щоденно
Термін рефінансування	До 14 днів; від 14 до 365 днів; кредити овернайт – на один день
Процентна ставка	Не нижче облікової ставки НБУ
Інструменти	Тендер (кількісний, процентний)

\* Джерело: узагальнено за [156].

Основним інструментом регулювання ліквідності банків нині є постійно діюча лінія рефінансування для надання банкам кредитів овернайт. Кредит овернайт надається в національній валюті терміном на один робочий день за оголошеною процентною ставкою для гнучкої підтримки короткострокової (миттєвої) ліквідності банку. Умовою видачі цього кредиту є наявність у банку генерального кредитного договору про надання Національним банком України кредитів овернайт, який укладається терміном на один календарний рік. Банки можуть отримати кредити овернайт двох видів:

– під забезпечення державними облігаціями України (крім облігацій зовнішньої державної позики України) або депозитними сертифікатами (кредити овернайт під забезпечення);

– без забезпечення (кредит овернайт бланковий). Умовою розгляду заявки банку на одержання кредиту овернайт бланкового є його згода на застосування Національним банком режиму блокування коштів на кореспондентському рахунку банку-позичальника в сумі наданого кредиту та процентів за користування ним на термін до його повернення.

Підтримання ліквідності банків через рефінансування терміном до 14 днів і до 365 днів здійснюється шляхом проведення тендера (кількісного чи процентного), умови проведення якого оголошуються банкам щоп'ятниці. Тендер з підтримання ліквідності банків – це форма задоволення попиту на грошові кошти під час рефінансування, яка передбачає надання Національним банком кредитів банкам, що потребують підтримання ліквідності, через їх відбір за встановленими критеріями.

*За кількісного тендера* Національний банк наперед установлює ціну (процентну ставку), за якою банки можуть одержати кредити рефінансування, тоді як сума рефінансування може оголошуватися або не оголошуватися. *За процентного тендера* в заявках до Національного банку банки зазначають ціну (процентну ставку), за якою вони погоджуються одержати кредит рефінансування. Розподіл кредитів під час проведення кількісного тендера здійснюється відповідно до поданих заявок до закінчення суми, яка запропонована на цей тендер. На процентному тендері заявки задовольняються відповідно до зниження запропонованої в них процентної ставки, починаючи з найвищої, і надалі поступово до закінчення запропонованого обсягу кредитів або задоволення всіх заявок банків.

Інструментом оперативного управління ліквідністю банківської системи та регулювання обсягів грошової маси в обігу, який використовує НБУ з 1997 р. для здійснення грошово-кредитної політики, є *операції пенo* (табл. 2.5). Це відносно новий спосіб рефінансування, який у світовій практиці монетарного регулювання застосовувався з 80-х рр. ХХ ст. [226, с. 443].

**Регулювання ліквідності банків України через проведення операцій репо\***

Сутність і спрямованість механізму	Регулювання ліквідності банків України шляхом проведення операції прямого репо (кредитна операція) та зворотного репо (депозитна операція) через купівлю-продаж за двосторонньою угодою державних облігацій України або банківських металів
Види операцій	Операція прямого репо – це кредитна операція, що ґрунтується на двосторонньому договорі між Національним банком і банком про купівлю Національним банком державних облігацій України з портфеля банку або банківських металів (перша частина договору репо) з подальшим зобов'язанням банку викупити державні облігації України або банківські метали (друга частина договору репо) за обумовленою ціною на обумовлену дату. Проводиться через тендер або шляхом безпосередньої домовленості з банком. Операція зворотного репо – це депозитна операція, що ґрунтується на двосторонньому договорі між Національним банком і банком про продаж Національним банком зі свого портфеля державних облігацій України з одночасним зобов'язанням зворотного їх викупу в банків за обумовленою в договорі ціною та на обумовлену дату. Проводиться шляхом безпосередньої домовленості з банком
Вимоги НБУ	Основні: наявність ліцензії НБУ, необхідних дозволів та ліквідної застави; строк діяльності банку – не менше 1 року; наявність позитивної кредитної історії в НБУ. Додаткові: наявність в банків письмового дозволу НБУ на здійснення операцій з банківськими металами на валютному ринку України та перебування банківських металів на відповідальному зберіганні в НБУ (для операцій репо з банківськими металами)
Умови проведення операції	Перерахування коштів за операцією репо з одночасним блокуванням / розблокуванням цих цінних паперів на рахунках у цінних паперах
Види забезпечення	Державні облігації України, банківські метали
Періодичність здійснення операцій	Пряме репо з державними облігаціями – за оголошенням НБУ тендером або за домовленістю з банком, пряме репо з банківськими металами – за домовленістю з банком за ініціативою банку. Зворотне репо з державними облігаціями – за домовленістю з банком
Термін операції	Лише строкове репо – до 60 календарних днів

\* Джерело: узагальнено за [156].

Національний банк України проводить з банками операції лише строкового репо терміном до 60 календарних днів шляхом:

- безпосередньої домовленості з банком щодо купівлі (продажу) державних облігацій України та банківських металів;
- проведення тендера заявок банків щодо участі в операціях прямого репо з державними облігаціями України.

Операції репо є двох видів: прямого та зворотного репо. Пряме репо за своєю суттю є кредитною операцією, спрямованою на збільшення



ліквідності банків через механізм їх рефінансування, тоді як операції зворотного репо – є депозитною операцією, спрямованою на стерилізацію (зниження) надлишкової ліквідності банків.

Одним із нововведень у механізмі підтримання Національним банком ліквідності банків відповідно до Положення [156] є впровадження нового інструмента – *операцій своп* (табл. 2.6).

Таблиця 2.6

**Регулювання ліквідності банків України через проведення операцій своп\***

Сутність і спрямованість механізму	Операції своп проводяться з метою підтримання ліквідності банків шляхом обміну іноземної валюти на національну
Види операцій	За видами валют: у доларах США, англійських фунтах стерлінгів, швейцарських франках, японських єнах
Умови проведення операції	Основні: наявність ліцензії НБУ, необхідних дозволів і ліквідної застави; строк діяльності банку – не менше 1 року; наявність позитивної кредитної історії в НБУ. Додаткові: загальний обсяг залучених банком коштів в іноземній валюті, в т.ч. на міжбанківському валютному ринку України за попередній календарний місяць становив не менше ніж 10 млн.
Види забезпечення	Іноземна валюта (долари США, євро, англійські фунти стерлінги, швейцарські франки, японські єни)
Процентна ставка	Ціною операції своп є процентна ставка за користування національною валютою в розмірі, встановленому на рівні процентної ставки, що встановлена за результатами проведення останнього тендера з підтримання ліквідності банків або процентна ставка, що оголошена за кредитами овернайт під забезпечення державними облігаціями України, та процентна ставка за коштами в іноземній валюті, розмір якої визначається розпорядчими документами Національного банку і встановлюється у процентному відношенні до рівня середньозваженої ставки міжбанківського кредитування [KIACR (USD)], розрахованої на підставі фактичних даних за міжбанківськими договорами на відповідний строк
Періодичність здійснення операцій	За домовленістю банку з Національним банком України і тільки за ініціативою банку
Термін операції	До 15 календарних днів

\* Джерело: узагальнено за [156].

Своп – це кредитна операція, що здійснюється на підставі двосторонньої угоди між банком і Національним банком щодо обміну іноземної валюти на національну валюту за офіційним курсом на дату здійснення операцій на визначений термін та за відповідною процентною ставкою. Ця ставка встановлюється на рівні процентної ставки, що визначена за результатами проведення останнього тендера з підтримання ліквідності банків терміном до 14 днів, та процентної ставки за коштами в іноземній

валюти, що визначається Національним банком у співвідношенні до середньозваженої ставки міжбанківського кредитування в іноземній валюті.

Операція своп здійснюється за ініціативою банку шляхом безпосередньої домовленості з Національним банком. Вона може проводитися на термін до 15 календарних днів лише доларами США, євро, англійськими фунтами стерлінгів, швейцарськими франками, японськими єнами.

З метою підвищення рівня стабільної діяльності банків та сприяння банкам, пов'язаного з активнішою кредитною підтримкою довгострокових кредитних економічних програм суб'єктів господарювання Національний банк України впровадив новий інструмент – рефінансування банків під заставу майнових прав на кошти банківського вкладу (депозиту), розміщеного в центральному банку (табл. 2.7).

Таблиця 2.7

**Рефінансування банків під заставу майнових прав на кошти банківського вкладу (депозиту), розміщеного в Національному банку України**

Сутність і спрямованість механізму	Рефінансування під заставу майнових прав на кошти банківського вкладу (депозиту) в Національному банку проводиться для підвищення рівня стабільної діяльності банків і сприяння банкам, пов'язаного з активнішою підтримкою довгострокових економічних програм суб'єктів господарювання
Види кредитів	Рефінансування банків у національній валюті під забезпечення майнових прав на кошти в національній або в іноземній валюті (долари США, євро, англійські фунти, швейцарські франки, японські єни), розміщені банком на депозитному рахунку в НБУ терміном до 30 днів
Особливості	Мета – забезпечення відповідності між термінами й обсягами залучених і розміщених банком коштів
Умови рефінансування	Виконання банком протягом останнього звітного місяця нормативів миттєвої та поточної ліквідності; розмір кредиту – до 40% від залучених ним коштів (кошти на вимогу та поточні рахунки), але не більше розміру статутного капіталу банку за балансом на останню звітну дату; наступні звернення – за умови скорочення невідповідності термінів і обсягів залучених та розміщених банком коштів у порівнянні з невідповідністю, зафіксованою під час надання попереднього кредиту
Види забезпечення	Майнові права на кошти банківського вкладу (депозиту), розміщеного в Національному банку терміном до 30 днів
Термін рефінансування	До 3 років
Процентна ставка	За кредитом рефінансування – на рівні облікової ставки НБУ, яка протягом дії кредитного договору підлягає коригуванню в разі зміни облікової ставки. За депозитом, розміщеним в НБУ: в національній валюті – у розмірі 80% від облікової ставки НБУ; в іноземній валюті – 20% від середньозваженої ставки міжбанківського кредитування терміном до 31 дня (KIACR (USD))

\* Джерело: узагальнено за [156].

Відповідно до Положення про порядок рефінансування банків під заставу майнових прав на кошти банківського вкладу (депозиту), розміщеного в Національному банку України цей інструмент використовується з метою забезпечення відповідності між термінами й обсягами залучених та розміщених банком коштів. Рефінансування банків під заставу майнових прав на кошти банківського вкладу (депозиту), розміщеного в Національному банку України здійснюється в національній валюті на період до 3 років під забезпечення майнових прав на кошти в національній валюті або в іноземній (долари США, євро, англійські фунти стерлінгів, швейцарські франки, японські єни), що згідно з договором банківського вкладу (депозиту) розміщені банком на депозитному рахунку в Національному банку терміном до 30 днів [152]. До закінчення строку дії кредитного договору дія договору банківського вкладу (депозиту) щомісяця, за два робочих дні до настання строку повернення коштів, продовжується шляхом укладення додаткових договорів. У разі дострокового повернення кредиту та процентів за користування ним Національний банк здійснює дострокове повернення коштів банку за договором банківського вкладу (депозиту) разом із сплатою процентів.

Кредит рефінансування під заставу майнових прав на кошти банківського вкладу (депозиту), розміщеного в Національному банку, може надаватися банку в сумі до 40 процентів від залучених ним коштів (кошти на вимогу та поточні рахунки), але не більше розміру статутного капіталу банку за балансом на останню звітну дату. У разі отримання банком кредиту рефінансування під заставу майнових прав на кошти банківського вкладу (депозиту), розміщеного в Національному банку, банк може звернутися до Національного банку з наступною заявкою на отримання такого кредиту за умови скорочення невідповідності термінів та обсягів залучених та розміщених банком коштів у порівнянні з невідповідністю, зафіксованою під час надання попереднього кредиту.

Іншим видом операцій Національного банку з підтримання ліквідності є *стабілізаційний кредит* (табл. 2.8). Він є цільовим кредитом на підтримку здійснення заходів фінансового оздоровлення для забезпечення його ліквідності на визначений Національним банком термін.

Стабілізаційний кредит може бути надано в разі виникнення у банків необхідності в підтриманні заходів фінансового оздоровлення на термін до 3 років за наявності клопотання банку про надання стабілізаційного кредиту, програми фінансового оздоровлення та висновків територіального управління про доцільність надання такого кредиту. Одержувачем стабілізаційного кредиту може бути: фінансово стабільний банк, який узяв на себе борг банку, що перебуває в стані фінансового оздоровлення; банк, який розробив програму фінансового оздоровлення і звернувся з клопотанням про надання стабілізаційного кредиту та банк, який перебуває в стані фінансового оздоровлення і звернувся з клопотанням про надання

стабілізаційного кредиту під гарантію чи поруку фінансово стабільного банку або іншої фінансової установи.

Таблиця 2.8

**Підтримання ліквідності банків України шляхом надання стабілізаційного кредиту\***

Сутність кредиту	Стабілізаційний кредит – кредит Національного банку, який може бути надано банку на підтримку здійснення заходів фінансового оздоровлення для забезпечення його ліквідності
Види кредитів	За позичальниками: фінансово-стабільному банку, який взяв на себе борг банку, що перебуває в стані фінансового оздоровлення; банку, який розробив програму фінансового оздоровлення; банку, який перебуває в стані фінансового оздоровлення під гарантію чи поруку фінансово стабільного банку
Особливості	Цільовий механізм підтримання ліквідності для здійснення заходів фінансового оздоровлення терміном до 3 років
Вимоги НБУ	Основні – наявність клопотання банку про надання стабілізаційного кредиту, програми фінансового оздоровлення та висновків територіального управління про доцільність надання такого кредиту; договір з банком-боржником про переведення боргу; цільове використання кредиту; наявність забезпечення; дотримання графіка погашення кредиту Додаткові – обмеження в діяльності банків, яке може спричинити подальше погіршення ліквідності
Види забезпечення	Державні облигації України або інші цінності; для банку, який перебуває в стані фінансового оздоровлення – гарантії чи поруки фінансово стабільного банку або іншої фінансової установи
Періодичність надання	У разі виникнення потреби у банку в стабілізаційному кредиті та доцільності його видачі
Термін	Короткостроковий (до 1 року), довгостроковий (до 3 років)
Процентна ставка	Не нижча облікової ставки НБУ, підлягає коригуванню із зміною облікової ставки НБУ та ситуації на грошово-кредитному ринку

\* Джерело: узагальнено за [156].

Слід зазначити, що стабілізаційний кредит як інструмент регулювання ліквідності банківської системи України використовується у виключних випадках. З 2006 року і до осені 2008 року через відсутність потреби в таких кредитах в умовах стабільності грошово-кредитного ринку стабілізаційний кредит у практиці монетарного регулювання не використовувався.

Проведене дослідження історичного аспекту реалізації Національним банком політики рефінансування протягом 1993–2008 рр. свідчить про те, що динаміка її розвитку характеризується значними змінами. Основні з них полягають у:

1. Тенденції переходу від адміністративних методів надання кредитів рефінансування до ринкових. За цей період відбулась переорієнтація та відхід від кредитної емісії для надання кредитної допомоги окремим державним підприємствам, прямого кредитування уряду на покриття дефіциту державного бюджету та придбання державних цінних паперів при первин-

ному їх розміщенні на безпосередньо рефінансування банків та посилення функції Національного банку як кредитора банків останньої інстанції.

2. Зниженні облікової ставки та ставок рефінансування при одночасній адекватності їх змін стану на грошово-кредитному ринку та грошово-кредитній політиці.

3. Зміні та розширенні арсеналу механізмів та інструментів рефінансування, їх удосконалення з урахуванням передового досвіду центральних банків зарубіжних країн.

Так, якщо протягом 1994–1997 рр. рефінансування банків здійснювалось за допомогою такого інструмента селективної грошово-кредитної політики як цільові аукціони, то з розвитком грошового ринку та становленням ринку державних цінних паперів Національний банк почав використовувати способи рефінансування, які застосовуються у світовій банківській практиці. Зокрема, з кінця 1995 р. запроваджено порядок рефінансування банків під заставу державних цінних паперів (ломбардне кредитування), який використовувався до 2000 р. У зв'язку з розбудовою ринку державних цінних паперів у 1997 р. виникла можливість застосування ще одного нового для української банківської системи способу рефінансування. Національний банк почав проводити операції з цінними паперами на умовах угоди прямого репо. У 2001 р. Національний банк запровадив нові механізми рефінансування банків, запозичивши досвід Європейського центрального банку: кредити овернайт для підтримання миттєвої ліквідності; кредити рефінансування, надані шляхом проведення тендера. З кінця 2002 р. до квітня 2004 р. Національний банк надавав кредити рефінансування на підтримання довгострокової ліквідності терміном до 3 років з метою реалізації заходів у сфері грошового обігу, спрямованих на економічне зростання. Проте кредити довгострокового рефінансування суперечать світовій практиці діяльності центральних банків, котрі, як правило, надають банкам короткострокові кредити для підтримання ліквідності. Тому практика застосування довгострокового рефінансування банків в Україні була нетривалою. З 2006 р. в практику підтримання ліквідності банків було запроваджено такі нові інструменти як операції своп та кредити рефінансування під заставу майнових прав на кошти банківського вкладу (депозиту), розміщеного в НБУ.

4. Розширення спектра важелів регулювання ліквідності через механізм рефінансування. Національний банк України може збільшувати чи зменшувати можливості банків щодо використання кредитів рефінансування шляхом зміни процентної ставки, вимог до забезпечення (вид забезпечення, розміру співвідношення кредиту рефінансування до наданого банком забезпечення), строків рефінансування, умов проведення тендера (періодичність та черговість їх проведення, вимоги до учасників), кількості звернень за кредитами овернайт і максимального їх розміру.

Проведений аналіз динаміки обсягів кредитування через ті чи інші механізми показує, що протягом 2001–2008 рр. (за винятком 2002 та 2007 рр.) рефінансування банків здійснювалось переважно через надання кредитів овернайт, що свідчить про спрямованість політики Національного банку щодо регулювання ліквідності банківської системи на її миттєву складову (табл. 2.9).

Таблиця 2.9

**Структура кредитів, наданих Національним банком України для підтримання ліквідності банків України в 1997–2008 рр., %\***

Механізми рефінансування	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	9 міс. 2008
Рефінансування банків, всього	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
у тому числі через: кредитний аукціон	35,4	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
ломбардне кредитування	37,8	21,5	20,5	53,5	–	–	–	–	–	–	–	–
операції прямого репо	18,6	54,7	19,5	46,4	3,9	0,8	1,6	16,8	5,2	16,3	–	9,6
кредити овернайт, надані через постійно діючу лінію рефінансування	–	–	–	–	83,9	12,6	87,0	71,9	92,9	66,9	17,1	76,2
кредити рефінансування, надані шляхом проведення тендера	–	–	–	–	8,2	76,7	8,9	4,9	1,9	12,1	78,0	8,2
підтримання довгострокової ліквідності	–	–	–	–	–	9,9	2,5	1,5	–	–	–	–
стабілізаційний кредит	–	–	–	–	–	–	–	4,9	0,02	–	–	–
інші механізми	8,2	23,8	60,0	–	4,0	–	–	–	–	–	–	3,1
операції своп	–	–	–	–	–	–	–	–	–	4,5	–	2,9
кредити рефінансування під заставу майнових прав на кошти банківського вкладу (депозиту), розміщеного в НБУ	–	–	–	–	–	–	–	–	–	0,2	4,9	–

\* Джерело: [126].

Слід зазначити, що середньорічні обсяги рефінансування не дають загальної уяви про особливості використання різних механізмів протягом року. Використання механізмів рефінансування Національним банком протягом більш коротких періодів, наприклад, протягом місяця, може адекватно змінюватися залежно від його грошово-кредитної політики та

ситуації на грошово-кредитному ринку. Діапазон таких змін коливається від комплексного застосування різних механізмів рефінансування до застосування його одного виду (додаток 3).

Таким чином, у процесі підтримання ліквідності банківської системи Національний банк України виконує свою функцію кредитора останньої інстанції, використовуючи при цьому нині такі механізми: рефінансування через постійно діючу лінію овернайт, кредити, надані шляхом проведення тендерів терміном до 14 і 365 днів, операції своп та прямого репо, стабілізаційні кредити, довгострокові кредити під заставу майнових прав на кошти банківського вкладу. Перелік зазначених механізмів та інструментів історично змінювався в процесі розвитку грошово-кредитної політики відповідно до світової практики та потреб кон'юнктури грошово-кредитного ринку.

У процесі регулювання ліквідності Національний банк може вилучати надлишковий її рівень у банківській системі шляхом проведення **депозитних операцій**.

Для абсорбування надлишкової ліквідності Національний банк відповідно до Положення про регулювання Національним банком України ліквідності банків України [156] використовує такі стерилізаційні операції – операції з власними борговими зобов'язаннями (депозитними сертифікатами Національного банку України) та операції зворотного репо.

Операції **зворотного репо** проводяться Національним банком з державними облігаціями України шляхом безпосередньої домовленості з банками. Зворотне репо є депозитною операцією, яка ґрунтується на двосторонньому договорі між Національним банком та банком про продаж Національним банком зі свого портфеля державних облігацій України з одночасним зобов'язанням зворотного їх викупу в банків за обумовленою в договорі ціною та на обумовлену дату. За умови проведення операції зворотного репо Національний банк для визначення ціни продажу (купівлі) державних облігацій України орієнтується на процентні ставки Національного банку за власними борговими зобов'язаннями, процентні ставки за депозитами на міжбанківському ринку, на дохідність за державними облігаціями України.

Іншим видом депозитних операцій є операції з **депозитними сертифікатами Національного банку України** (табл. 2.10). Вони є борговими цінними паперами Національного банку в бездокументарній формі, які підтверджують факт розміщення в Національному банку коштів банків та їх право на отримання внесеної суми та процентів після закінчення встановленого строку. Депозитні сертифікати Національного банку мають право обігу на відкритому ринку лише серед банків, а також можуть використовуватися як застава на міжбанківському кредитному ринку та як забезпечення кредитів рефінансування Національного банку.

**Регулювання ліквідності банків України через механізм депозитних операцій Національного банку України\***

Сутність і спрямованість механізму	Депозитні операції – операції НБУ, спрямовані на стерилізацію надлишкової ліквідності банків шляхом емісії боргових зобов'язань (депозитних сертифікатів) та проведення операцій зворотного репо
Види операцій	Депозитні сертифікати НБУ (овернайт (1 день), до 14 днів, до 365 днів). Операції зворотного репо (до 60 днів)
Вимоги НБУ	Основні – дотримання вимог НБУ щодо: своєчасного і повного формування обов'язкових резервів; своєчасності перерахування коштів на депозит за результатами попередньо проведених тендерів. Додаткові – щодо потенційних власників для окремих випусків депозитних сертифікатів
Умови розміщення депозитних сертифікатів	Умови (сума заявки, номінальна вартість депозитного сертифіката, строк) визначаються залежно від ситуації на грошово-кредитному ринку та перспектив його розвитку; можливість дострокового розірвання угоди за рішенням НБУ або за ініціативою банку; розміщення та розрахунки за депозитними сертифікатами здійснюються в безготівковій формі в національній валюті; укладення генерального договору
Періодичність здійснення операцій	Залежно від стану грошово-кредитного ринку та потреби в нейтралізації надлишкової ліквідності: депозити овернайт – щоденно; депозитні сертифікати до 14 або до 365 днів – щочетверга; по ситуації на грошово-кредитному ринку – позачергово. Зворотне репо з державними облигаціями – за домовленістю з банком

\* Джерело: узагальнено за [156].

За строками депозитні сертифікати поділяються на: депозити овернайт (один день), до 14 днів, до 365 днів. Депозитні сертифікати овернайт розміщуються щоденно через постійно діючу лінію проведення тендерів з розміщення сертифікатів. Депозитні сертифікати терміном до 14 днів або до 365 днів розміщуються щочетверга шляхом проведення кількісного або процентного тендера. Залежно від ситуації, що склалася на грошово-кредитному ринку, та стану ліквідності банків Національний банк може оголошувати позачергові тендери з розміщення депозитних сертифікатів, про що повідомляє банкам за допомогою засобів електронної пошти.

Національний банк за допомогою засобів електронної пошти оголошує про проведення кількісного або процентного тендера з визначенням загального обсягу коштів від банків або процентної плати за них чи без визначення таких параметрів. У разі проведення тендера з оголошенням загального обсягу коштів, що залучаються Національним банком, без визначення ціни їх залучення банки самостійно пропонують суму та процентну ставку, за якою вони погоджуються вкласти кошти в депозитний сертифікат. На підставі заявок, що надійшли від банків, а також ураховуючи оперативний моніторинг процентних ставок на міжбанківському ринку, Національний банк самостійно визначає прийнятну для залучення коштів процентну ставку і



здійснює розміщення депозитних сертифікатів у межах оголошеного обсягу на цей тендер, починаючи з найменшої процентної ставки.

За умови проведення кількісного тендера депозитні сертифікати розміщуються Національним банком серед банків відповідно до черговості поданих заявок до закінчення суми, що пропонується для залучення, виходячи з цілей регулювання грошово-кредитного ринку.

За 2000–2006 рр. з метою регулювання ліквідності банківської системи Національним банком України було проведено 1237 аукціонів з розміщення депозитних сертифікатів на загальну суму 25,09 млрд. грн.; з них – на 15,4 млрд. грн. протягом 2004–2005 рр. (табл. 2.11).

Таблиця 2.11

**Залучення коштів банків шляхом розміщення Національним банком депозитних сертифікатів у 2000–2007 рр.**

Показник	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	9 міс. 2008
Кількість аукціонів (тендерів) з розміщення депозитних сертифікатів	12	19	1	2	545	528	130*	119	–
Загальний обсяг залучення коштів банків шляхом розміщення депозитних сертифікатів, млрд. грн.	0,37	3,2	0,3	0,25	5,57	14,79	0,61	109,8	46,48
Процентна ставка за депозитними сертифікатами, % **	12–35	4–18	2,43	3,68	5,8	3,8	0,95	0,7	5,4

Джерело: [188–191; 128].

Примітки:

\*3 жовтня 2006 року депозитні операції проводяться шляхом залучення коштів на тендерах з розміщення депозитних сертифікатів. У 2006 р. було оголошено 93 аукціони та 37 тендерів з розміщення депозитних сертифікатів.

\*\*у 2002–2008 рр.– середньозважена процентна ставка за депозитними сертифікатами.

Така політика НБУ була спрямована на стерилізацію надлишкової ліквідності банків і зменшення її впливу на інфляцію. На зниження надлишкової ліквідності були спрямовані й інші депозитні операції, зокрема, залучення коштів банків шляхом укладення депозитних договорів та проведення операцій зворотного репо. Обсяги цих операцій порівняно з операціями по розміщенню депозитних сертифікатів були значно меншими. Так, у 2004 р. з банками було укладено депозитних договорів на суму 2,1 млрд. грн. та проведено операцій зворотного репо на загальну суму 3,6 млрд. грн. (у 2003 р. – 190 тис. грн.). Проте з погіршенням ситуації на грошово-кредитному ринку в IV кварталі 2004 р. було здійснено дострокове погашення депозитних сертифікатів на суму 2,3 млрд. грн. [188].

У 2006 р. ситуація з надлишковою ліквідністю стала менш напруженою, що позначилося на зниженні обсягів депозитних операцій Національного банку. Зокрема, в цьому році Національним банком було проведено мобілізаційних операцій на загальну суму 6,76 млрд. грн., у тому числі 6,14 млрд. грн. (91%) шляхом укладення договорів, 610 млн. грн. (9%) – на аукціонах з розміщення депозитних сертифікатів, 15 млн. грн. (0,1%) шляхом розміщення депозитів, майнові права за якими надані в заставу кредитів рефінансування [190, с. 54–55].

У 2007 р. в умовах високого рівня ліквідності банківської системи Національний банк України для забезпечення рівноваги на грошово-кредитному ринку активізував проведення мобілізаційних операцій: протягом року було мобілізовано коштів на загальну суму 109,8 млрд. грн., у т.ч. 109,65 млрд. грн. шляхом залучення коштів на тендерах з розміщення депозитних сертифікатів та 124,5 млн. грн. шляхом укладення договорів банківського вкладу (депозиту), розміщеного в Національному банку України, майнові права за якими надавалися в забезпечення кредитів рефінансування [191, с. 54]. Для порівняння зазначимо, що протягом 2007 року операції з рефінансування банків склали 2,5 млрд. грн., тобто їх обсяги були в 44 рази меншими за обсяги депозитних операцій.

Втім переважання стерилізаційних операцій Національного банку не свідчать про рестрикційну спрямованість грошово-кредитної політики, оскільки мали на меті не обмеження існуючої пропозиції грошей на ринку, а запобігання її надмірному розширенню та підтримання грошово-кредитного ринку в стані рівноваги. Проведення такої політики було зумовлено нагальною необхідністю нівелювання негативного впливу соціально орієнтованої політики уряду на надмірне розширення пропозиції грошей шляхом прискореного зростання доходів населення. Активізація роботи Національного банку України по залученню коштів банків проводилася шляхом нарощування обсягів депозитних операцій та заохочення участі банків у стерилізаційних операціях НБУ через підвищення процентних ставок за депозитними сертифікатами. У 2007 році процентні ставки за депозитними сертифікатами коливалися залежно від ситуації на грошово-кредитному ринку від 0,5 до 8% [186]. Середньозважена процентна ставка за коштами, залученими за депозитними сертифікатами у 2007 році, становила 0,7% річних, а за коштами банківського вкладу (депозиту), майнові права за якими було надано в забезпечення кредитів рефінансування – 6,6% річних [191, с.54].

У 2008 році низка чинників внутрішньо-та зовнішньоекономічного характеру вплинула на зменшення ліквідності банківської системи. Адекватно потребі грошово-кредитного ринку Національний банк України зменшив обсяги мобілізаційних операцій. За 9 місяців 2008 року обсяги мобілізаційних операцій становили 46475,3 млн.грн. Одночасно за цей

період було проведено операцій з рефінансування банків в обсязі 64078,1 млн. грн. Це свідчить про те, що у 2008 році чиста позиція центрального банку, яка визначається як сальдо депозитних та кредитних операцій, стала кредитною, в той час як у 2007 році вона була стерилізаційною (обсяг мобілізаційних операцій перевищував операції по підтримці ліквідності на 107,3 млрд. грн.).

Ще одним інструментом регулювання ліквідності банківської системи та грошово-кредитного ринку в цілому є операції з державними облигаціями України. Це операції Національного банку України з купівлі або продажу державних облигацій України на торгах, які проводяться організаторами торгівлі цінних паперів, і на позабіржовому ринку.

До 1999 р. в Україні операції з цінними паперами здійснювались Національним банком на первинному ринку з метою кредитування Уряду для покриття дефіциту державного бюджету в умовах недостатності внутрішніх та зовнішніх джерел для його покриття. Така практика суперечила ринковим засадам і функціям центральних банків у країнах з розвинутою економікою і по суті була завуальованою емісією. Тому, відповідно до Закону України «Про Національний банк України», було обмежено право Національного банку проводити операції з державними цінними паперами лише на вторинному ринку [171].

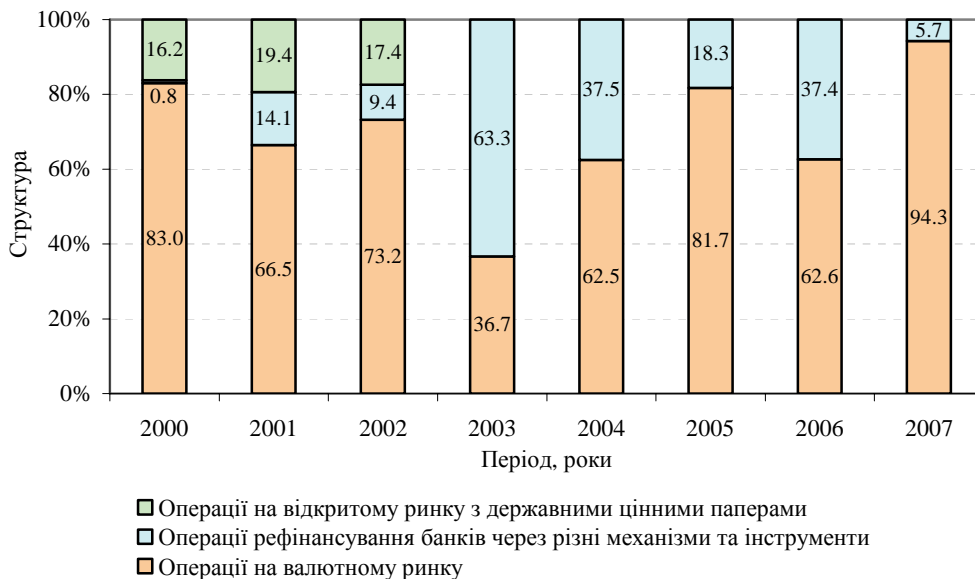
На первинному ринку функції Національного банку обмежуються розміщенням облигацій державної позики шляхом проведення аукціонів та операціями з обслуговуванням державного боргу за цінними паперами. У цілому операції Національного банку з державними облигаціями України використовуються як інструмент регулювання грошового ринку та управління державним боргом, а також з метою активізації проведення міжбанківських операцій з державними цінними паперами та сприяння встановлення котирувальних цін на цінні папери [156].

Чинним законодавством визначено, що операції на відкритому ринку можуть здійснюватися на торгах, які проводяться організаторами торгівлі цінними паперами, і на позабіржовому ринку [156]. На банківську ліквідність більший вплив мають позабіржові операції, що проводяться між НБУ та банком за ініціативою сторони, зацікавленої в терміновому проведенні операції з купівлі (продажу) цінних паперів. У разі звернення банку до НБУ про здійснення операцій з купівлі (продажу) державних облигацій України Національний банк, виходячи із стану грошово-кредитного ринку, приймає рішення щодо можливості проведення такої операції.

Крім зазначених операцій на відкритому ринку, Національний банк України може проводити операції двостороннього котирування державних облигацій України з обов'язковою гарантією їх викупу у власників у будь-який час [156]. На кінець 2007 року в Національного банку України не було у власності державних цінних паперів, оскільки протягом 2005 р.

Міністерство фінансів України з метою економії бюджетних коштів здійснило дострокове їх погашення у сумі більш ніж 5 млрд. грн. [18, с. 17].

Щодо впливу операцій на відкритому ринку з державними цінними паперами на ліквідність банківської системи й грошово-кредитний ринок у цілому, то слід зазначити, що в структурі безготівкової емісії Національного банку України протягом 2000–2002 рр. вони склали відповідно 16,2%, 19,4 і 17,4% (додаток 4, рис. 2.4).



\* Джерело: розраховано за даними Департаменту монетарної політики Національного банку України.

**Рис. 2.4. Динаміка структури безготівкової емісії Національного банку України в 2000–2007 рр.**

У 2003–2007 рр. операції на відкритому ринку не проводилися, а основними каналами випуску в обіг платіжних засобів (відповідно й підтримання банківської ліквідності) були операції на валютному ринку та рефінансування банків через різні механізми. Домінуючим каналом у структурі безготівкової емісії нині є операції на валютному ринку з придбання іноземної валюти для формування золотовалютного резерву Національного банку України: їх частка становила в 2000 р. – 83,0%, у 2001 р. – 66,5%, у 2002 р. – 73,2, 2003 р. – 36,7%. Порівняно незначна частка валютних операцій у 2003 р. була спричинена відносно стабільною ситуацією на валютному ринку та зростанням ролі операцій Національного банку України з підтримки ліквідності через її дефіцит в банківській системі.

У 2004–2007 рр. частка операцій центрального банку з придбання іноземної валюти в структурі випущених в обіг платіжних засобів знову зростає і становила у 2004 р. – 62,5%, у 2005 р. – 81,7% у 2006 р. – 62,6% і у

2007 р. – 94,3%. Така тенденція була зумовлена проведенням активної політики валютних інтервенцій, спрямованої переважно на купівлю надлишкової іноземної валюти з метою нівелювання значних коливань обмінного курсу гривні та підтримання її стабільності, що позначилося на зростанні профіциту ліквідності банківської системи, для усунення якого Національний банк України проводив переважно мобілізаційні операції, тому роль каналу кредитної емісії в цей період була незначною.

Таким чином, узагальнюючи практику використання Національним банком України депозитних та кредитних операцій, слід відмітити позитивні тенденції змін у їх використанні, які полягають у переході від адміністративних до переважно ринкових механізмів та інструментів регулювання грошово-кредитного ринку; зміні та розширенні механізмів та інструментів, їх удосконаленні з урахуванням передового досвіду центральних банків зарубіжних країн. Використання Національним банком України депозитних та кредитних операцій з регулювання ліквідності банківської системи було адекватним ситуації на грошово-кредитному ринку та наміченим цілям грошово-кредитної політики.

#### **2.2.4. Валютна політика: особливості її реалізації та інструменти**

Валютний курс є вагомим інструментом монетарної політики, що безпосередньо впливає на динаміку макроекономічних показників. Реалізація валютної політики в напрямку формування сприятливої динаміки обмінного курсу національної валюти, надає додатковий поштовх для прискорення економічного розвитку країни.

Валютна політика – це сукупність здійснюваних державою економічних, організаційних та правових заходів у сфері валютних відносин з метою реалізації стратегічних завдань розвитку національної економіки [226, с. 471].

Становлення незалежної України неодмінно пов'язано з реалізацією валютної політики, яку залежно від особливостей економічного розвитку країни, можна поділити на декілька етапів. Основні засади валютної політики були сформовані в умовах економічної кризи, що супроводжувалася значним зростанням рівня інфляції, дефіциту бюджету, спадом виробництва та порушенням існуючих зв'язків між республіками колишнього Радянського Союзу. Цей етап (1991–1993 рр.) характеризувався [42, с. 175–176]: відсутністю національного законодавства з питань валютного регулювання і валютного контролю, недосконалістю економічної й податкової політики, яка проводилася у сфері зовнішньоекономічної діяльності; низьким рівнем організації роботи банківської системи у цій сфері; наявністю незначних обсягів валютних резервів Національного банку України і реальною загрозою їх повного вичерпання в умовах девальваційного тиску на курс національної валюти; активним використанням іноземних валют у внутрішньому грошовому обігу.

Крім того, цей період характеризується формуванням власної грошової системи України. Зокрема, 1 січня 1992 р. постановою Президії Верховної Ради «Про введення в обіг на території республіки купонів багаторазового використання України» №1519-XI від 09.09.1991 р. введено купони багаторазового використання, а з 16 листопада 1992 р. у безготівковий грошовий обіг вводиться український карбованець. До зазначеного періоду функцію засобу платежу виконував російський рубль, що було обумовлено відсутністю національної системи валютного регулювання і лише 12 листопада 1992 р. Указом Президента країни «Про реформу грошової системи України» припинено його функціонування в грошовому обігу на території України, а з 16 листопада постановою Кабінету Міністрів України і Національного банку України «Про реформу грошової системи України» № 610-2 від 8 листопада 1992 р. законним платіжним засобом стає український карбованець.

В Україні лише у 1992 р. започатковано створення валютного сегмента грошового ринку, внутрішню основу якого спочатку складали комерційні банки, що одержали ліцензію на право проведення операцій з іноземною валютою та міжнародних розрахунків. З вересня 1992 р. розпочала роботу Валютна біржа Національного банку, засновниками якої стали понад 40 комерційних банків, а у липні 1993 р. її було реорганізовано в Українську міжбанківську валютну біржу.

У зв'язку з необхідністю реалізації політики, спрямованої на підтримку курсу національної валюти, в 1992 р. було розпочато роботу зі створення офіційного валютного резерву Національного банку України. На першому етапі формування його структура була такою: долар США – 40%, німецька марка – 20%, екю – 20%, інші валюти – 15%, золото – 5%. У подальшому, у зв'язку зі збільшенням обсягів валютних операцій та лібералізацією валютного ринку, ця структура періодично змінювалася.

Національний банк використовував валютні інтервенції для регулювання грошово-кредитного ринку, але переважно не задля впливу на обсяг грошової маси, а як інструмент, за допомогою якого формувався курс національної валюти відносно інших валют. Центральний банк також встановлював правила торгівлі іноземною валютою, відповідно до яких на валютній біржі формувався курс українського карбованця відносно інших валют.

На даному етапі в основному здійснювалося регулювання не валютної, а грошово-кредитної політики через кредитування уряду та реального сектору економіки. Зокрема, обсяги наданих кредитів Національним банком уряду країни у 1992 р. зросли у 34 рази порівняно з попереднім роком; у 1993 р. – у 7 разів, а у 1994 р. – у 11 разів, що негативно позначилося на стрімкому зростанні індексу споживчих цін, значення якого відповідно збільшилося у 21, 102,6 та 5 разів [190, с. 205]. Унаслідок безконтрольної кредитної емісії та спаду виробництва національна валюта стрімко

девальвувала: у 1992 р. офіційний курс українського карбованця становив 638 крб. за 1 долар США, у 1993 р. – 12610 крб., у 1994 р. – 104200 крб. (значення наведені станом на кінець періоду [190, с. 211]).

З метою стримання економічного спаду було запроваджено низку заходів, зокрема:

– встановлено граничний розмір маржі між курсом купівлі та курсом продажу іноземної валюти по безготівкових операціях не більш як 2,5 відсотка від офіційного валютного курсу, по готівкових операціях – не більше 2,5 відсотка від подвоєного офіційного валютного курсу [178];

– посилено контроль за своєчасністю надходження валютних коштів на рахунки та їх переміщення через митний кордон України [178].

У лютому 1993 р. з прийняттям Декрету Кабінету Міністрів України «Про систему валютного регулювання і валютного контролю» на законодавчому рівні були закріплені основні засади реалізації валютної політики [181], в яких національну валюту визнано єдиним законним засобом платежу на території України.

З листопада 1993 р., після запровадження фіксованого курсу гривні, торги валютою на УМВБ було припинено. Її продаж за офіційним курсом залежно від першочергових потреб держави проводив тимчасово створений Тендерний комітет.

Другий етап реалізації валютної політики (1994–1996 рр.) характеризується: зниженням частки кредитів, наданих Національним банком уряду; встановленням порядку коригування процентних ставок за кредитами, наданими комерційними банками суб'єктам господарювання; запровадженням обов'язкового резервування від коштів, які знаходяться на валютних депозитних рахунках; застосуванням державних цінних паперів, як інструмента фінансування дефіциту бюджету.

З 11 березня 1994 р. було започатковано аукціони з продажу американського долара, а з квітня – німецької марки і російського рубля. Поступовий вихід з кризової ситуації сприяв становленню рівних умов доступу комерційних банків до кредитних аукціонів НБУ [177], що також супроводжувалося зниженням облікової ставки та зняттям обмежень на вартість кредитів, наданих комерційними банками. Однак аукціонна форма торгів виявилася неефективною, оскільки не відповідала існуючим умовам валютного регулювання. З метою сприяння розвитку валютного ринку та зовнішньоекономічних відносин з жовтня 1994 р. було відновлено торги іноземною валютою на Українській міжбанківській валютній біржі [160].

Угоди з купівлі-продажу іноземної валюти в безготівковій формі на внутрішньому ринку України спочатку уклалися тільки на біржовому ринку. Проте з розвитком банківської системи і лібералізацією валютної торгівлі з початку 1995 р. з'явився ще один сегмент валютного ринку – міжбанківський ринок, де угоди укладаються безпосередньо між банками,

уповноваженими здійснювати валютні операції. Також було скасовано обов'язковий викуп 10% валютних надходжень суб'єктів господарювання до офіційних валютних резервів НБУ [170].

На третьому етапі (1997–1998 рр.) відбувалося призупинення економічного спаду та подальша лібералізація валютного ринку. Проте в цей період валютний ринок України зазнав значного тиску внаслідок залучення урядом України короткотермінового капіталу іноземних інвесторів для потреб фінансування дефіциту бюджету шляхом реалізації облігацій внутрішньої державної позики безпосередньо через міжбанківський ринок та Українську міжбанківську валютну біржу. Тиск коштів нерезидентів протягом року був нерівномірним та різноспрямованим, і його можна поділити на два періоди.

У січні – серпні 1997 р. спостерігався значний приплив валютних коштів, унаслідок чого пропозиція доларів США перевищила попит на них, а курс гривні порівняно з початком року знизився на 1,7%. З метою нейтралізації надлишкової пропозиції доларів США Національний банк України проводив політику стримування надмірної ревальвації гривні шляхом викупу надлишкової пропозиції іноземної валюти.

З вересня 1997 р. ситуація на валютному ринку почала різко змінюватися через вплив іноземного капіталу у зв'язку з фінансовою кризою в Азії. Іноземні інвестори виводили свій капітал із країн з нестабільною економікою. Характерною рисою валютно-курсової політики в 1997 р. було забезпечення керованості обмінного курсу в межах валютного коридору 1,7–1,9 гривні за долар США, офіційно встановленого з 01.09.1997 р.

Використання валютного коридору, як одного з елементів управління ринком, дало можливість визначити чіткі орієнтири для учасників зовнішньоекономічної діяльності, а жорстка верхня межа стала важливим антиінфляційним фактором, що дало змогу попередити інфляційні очікування й ефективно стримувати темпи внутрішнього знецінення гривні. Система валютного коридору відіграла значну роль при проведенні грошово-кредитної політики в 1997–1998 рр. та в першому півріччі 1999 р.

У 1998 р., у зв'язку з фінансовою кризою в Росії та наявністю тісних торговельних відносин з нею України, з метою недопущення наслідків кризи на український грошово-кредитний ринок Національним банком було введено окремі елементи адміністративного контролю за проведенням валютних операцій:

– з вересня 1998 р. було введено обов'язковий продаж 75% надходжень в іноземній валюті на користь резидентів [159] і в цьому ж місяці вимогу знижено до 50 відсотків [164];

– з грудня 1998 р. введено тимчасові обмеження щодо кредитування банківськими установами резидентів в іноземній валюті [168];



– проведення безготівкових операцій з купівлі-продажу вільно конвертованої валюти здійснювалося лише через Українську міжбанківську та Кримську валютні біржі;

– введено обов'язкове документальне підтвердження клієнтом фактичного надходження товарів та отримання послуг при розгляді заявок на купівлю іноземної валюти;

– встановлено обмеження на купівлю іноземної валюти банками-нерезидентами.

Запроваджені заходи з паралельним посиленням контролю за валютними операціями та дотриманням жорсткіших нормативів банківської діяльності сприяли стабілізації економічної ситуації з подальшим застосуванням лібералізаційних заходів.

Реалізація валютно-курсової політики на четвертому етапі (з 1999 р. по 2004 р.) проводилася в умовах виходу з економічної кризи та поступового економічного зростання, зумовленого нарощенням обсягу виробництва, зниженням рівня інфляції, дефіциту бюджету, збільшенням експорту, що забезпечило формування позитивного сальдо поточного рахунку. Запроваджені стабілізаційні заходи сприяли отриманню перших за довгі роки економічної кризи прибутків підприємствами. Зазначені економічні зрушення надали можливість знизити значення облікової ставки Національного банку, що позитивно позначилося на вартості кредитів для суб'єктів господарювання та населення, сприяючи підвищенню доступності позикових ресурсів для суб'єктів ринку. Крім того, це дозволило поступово відійти від жорсткого адміністративного регулювання та взяти курс на лібералізацію валютного ринку.

Національний банк України на підставі даних за операціями купівлі-продажу валюти, яку одержував від комерційних банків, самостійно визначав офіційний курс гривні до інших іноземних валют.

З метою недопущення спекуляцій на валютному ринку у грудні 1999 р. було започатковано роботу Торговельної сесії та Системи підтвердження угод на міжбанківському валютному ринку [55] згідно з якими щоденні валютні операції здійснювалися у режимі реального часу, тобто після часу, відведеного на торги, всі операції призупинялися і куплену валюту в той же день не можна було знову продати. Цей режим дав позитивні результати, внаслідок чого тиск на валютний сегмент ринку різко зменшився.

Винятково важливе значення для регулювання валютного ринку мало ухвалення в 1999 р. Закону України «Про Національний банк України», в якому Національний банк визначено уповноваженою державою установою при застосовуванні законодавства України про валютне регулювання і валютний контроль.

До компетенції Національного банку у сфері валютного регулювання віднесено:

- 1) видання нормативних актів щодо ведення валютних операцій;
- 2) видачу та відкликання ліцензій, здійснення контролю за діяльністю банків та інших установ, які одержали ліцензію Національного банку на проведення операцій з валютними цінностями;
- 3) встановлення лімітів відкритої валютної позиції для банків та інших установ, що купують та продають іноземну валюту.

Національний банк визначає також структуру валютного ринку України й організовує торгівлю валютними цінностями, проводить дисконтну та девізну валютну політику і застосовує в разі необхідності валютні обмеження.

Дисконтну політику Національний банк здійснює з метою регулювання руху капіталу та балансування платіжних зобов'язань, а також коригування курсу грошової одиниці України до іноземних валют шляхом зміни облікової ставки, а девізну – на підставі регулювання курсу грошової одиниці України до іноземних валют шляхом купівлі та продажу іноземної валюти на фінансових ринках.

Для забезпечення внутрішньої і зовнішньої стабільності грошової одиниці України Національний банк створює золотовалютний резерв, що складається з таких активів:

- банківське золото;
- спеціальні права запозичення;
- резервна позиція в МВФ;
- іноземна валюта у вигляді банкнот і монет або кошти на рахунках за кордоном;
- цінні папери (крім акцій), що оплачуються в іноземній валюті;
- інші визнані на міжнародному рівні резервні активи за умови забезпечення їхньої надійності та ліквідності.

Поповнення золотовалютних резервів проводиться Національним банком такими шляхами:

- купівля банківського золота та іноземної валюти;
- отримання доходів від операцій з іноземною валютою, банківськими металами та іншими визнаними на міжнародному рівні резервними активами;
- залучення Національним банком валютних коштів від міжнародних фінансових організацій, центральних банків іноземних держав та інших кредиторів.

Використання золотовалютного резерву здійснюється Національним банком на такі потреби:

- продаж валюти на фінансових ринках для проведення грошово-кредитної політики, включно з політикою обмінного курсу;
- витрати за операціями з іноземною валютою, монетарними металами та іншими міжнародним правом визнаними резервними активами [171].

З другого півріччя 1999 р. від режиму валютного коридору Національний банк перейшов до режиму плаваючого обмінного курсу, а з лютого 2000 р. таку валютну політику визнано офіційною [54], що стало логічним продовженням послідовної політики лібералізації валютного ринку, яка проводилася Національним банком України протягом 1999 р.

Введення режиму плаваючого обмінного курсу, а також запровадження в грудні 1999 року на міжбанківському ринку Торговельної сесії забезпечили стабілізацію курсу національної валюти, що сприяло зменшенню коливання обмінного курсу гривні у всіх секторах валютного ринку при загальному зростанні обсягу операцій. Призупинення економічного спаду сприяло скасування обмежень на попередню (авансову) оплату за імпортними договорами з 1 липня 1999 р. [182]. З січня 2000 банківські установи отримали дозвіл на кредитування в іноземній валюті фізичних осіб [162].

Таким чином, забезпечення високого рівня контролю за валютним ринком України, стабільності валютних курсів і національної грошової одиниці на початку 2000 р. було досягнуто завдяки використанню суто ринкових методів регулювання та управління грошово-кредитною системою, що підтвердило правильність застосування Національним банком України відповідних інструментів монетарної політики.

Заходи в напрямку лібералізації валютної політики відбувалися і у подальшому, зокрема: подовжувався час роботи Торговельної сесії на міжбанківському ринку України (з врахуванням останніх змін режим її роботи становить з 14–30 до 17–00 [85], натомість як спершу започатковано з 13–00 до 15–00 [87]); надання більшої можливості банківським установам у проведенні операцій з банківськими металами (наприклад, згідно Положення про організацію торгівлі банківськими металами на валютному ринку [147] до березня 2003 р. банківська установа могла продати одному клієнту не більше ніж 100 грамів золота, платини чи металів платинової групи або 1000 грамів срібла у зливках чи монетах у кількості більше ніж 10 золотих, платинових або срібних монет, проте з внесенням змін [163] обмеження встановлено лише в сумі 50000 грн.

У період з 2000 до 2004 рр. Національний банк в умовах офіційного проголошення запровадження плаваючого валютного курсу фактично утримував його на встановленому рівні, дозволяючи лише незначні коливання. Проте, починаючи з 2005 р., Національний банк фактично надає більшій гнучкості національній грошовій одиниці (значення офіційного обмінного курсу наближає до ринкового), що характеризує початок нового п'ятого етапу реалізації валютно-курсової політики.

З 2005 р. відбувається сповільнення темпів економічного розвитку, що проявлялося у зниженні приросту ВВП, значному зростанні дефіциту бюджету (порівняно з 2000–2003 рр.), негативного сальдо поточного рахунку й рівня інфляції. Також у визначений період надходить значний обсяг спеку-

лятивного капіталу, негативний вплив якого посилювався зростанням зовнішніх корпоративних запозичень та приросту іноземних інвестицій від приватизації. Ситуація, що склалася вимагала запровадження невідкладних заходів, зокрема для зниження тиску на валютний курс гривні через перевищення її пропозиції над попитом, Національним банком було проведено ревальвацію гривні на 4,8%. Певною мірою стабілізації ситуації сприяло й підвищення рівня негативних очікувань у іноземних інвесторів через погіршення макроекономічної ситуації в країні. Крім того, Постановою № 101 від 31 березня 2005 р. було відмінено обов'язковий продаж 50% надходжень в іноземній валюті на користь резидентів [183]. У процесі реалізації валютної політики було також запроваджено індивідуальне ліцензування за певними операціями з іноземною валютою [157; 60; 151; 149; 150].

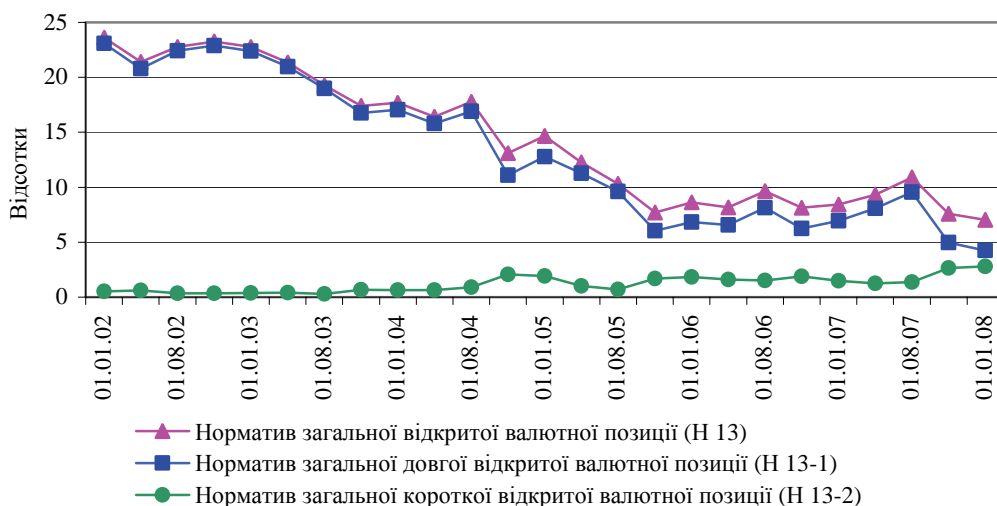
Починаючи з 2005 р., лібералізація валютної політики Національного банку характеризувалася, зокрема: збільшенням терміну, протягом якого резидент зобов'язаний зарахувати виручку в іноземній валюті на валютний рахунок [176], зниженням вимог щодо переліку спеціальних документів, необхідних для отримання банківської ліцензії та документів для отримання письмового дозволу [148]; підвищенням норм вивезення та ввезення готівки і банківських металів через митний кордон України (зокрема, інструкцією про переміщення готівки та банківських металів через митний кордон України [60], наприклад, дозволялося фізичній особі ввозити та вивозити валюту в сумі, що не перевищує 50000 грн., у т.ч. ювілейні та пам'ятні монети із недорогоцінних та дорогоцінних металів у сумі, що не перевищує 3000 гривень, натомість з липня 2008 р. верхня межа обмежень становить 10000 євро, при цьому юридичним особам такий ліміт щодо суми не встановлюється (тобто без обмежень) [175]. Проте вимоги до розміру регулятивного капіталу, формування якого є основною умовою для отримання дозволу на здійснення операцій з валютними цінностями помітно посилювалися.

Лібералізація валютної політики супроводжується встановленням жорсткіших вимог у сфері валютного регулювання та підвищення відповідальності за порушення вимог валютного законодавства [145]. Зокрема, одним з основних інструментів регулювання валютного ризику для банківських установ згідно постанови Правління Національного банку «Про затвердження інструкції Про порядок регулювання діяльності банків в Україні» № 368 від 28 серпня 2001 р. є встановлення нормативів їх відкритої валютної позиції, а саме:

- Н 13 – норматив ризику загальної відкритої (довгої/короткої) валютної позиції банку;
- Н 13-1 – ризик загальної довгої відкритої валютної позиції банку;
- Н 13-2 – ризик загальної короткої відкритої валютної позиції банку.

Норматив ризику загальної відкритої (довгої/короткої) валютної позиції банку визначається як співвідношення загальної величини відкритої валютної позиції банку за всіма іноземними валютами та банківськими металами у гривневому еквіваленті до регулятивного капіталу банку.

Валютна позиція уповноваженого банку визначається щоденно, окремо щодо кожної іноземної валюти та кожного банківського металу. До листопада 2005 р. значення цих нормативів (Н 13, Н 13-1, Н 13-2) відповідно становили не більше ніж 35, 30 та 5%. Проте з метою зниження валютного ризику внесено зміни [161], відповідно до яких посилено вимоги щодо значень цих нормативів. Зокрема, Н 13 має становити не більше ніж 30%, Н 13-1 – 20%; Н 13-2 – 10%. Динаміку дотримання банками України зазначених нормативів зображено на рис. 2.5.



**Рис. 2.5.** Динаміка дотримання банками України нормативів відкритої валютної позиції за 2002–2008 рр.

Від банків також вимагається забезпечення покриття валютного ризику капіталом (відповідно до вимог адекватності капіталу) через лімітування відкритих валютних позицій. Відповідна динаміка посилення регулювання банківських валютних операцій проводиться паралельно з лібералізаційними заходами на національному валютному ринку. Зокрема, відносно лімітів відкритої валютної позиції з 01.10.2005 р. набрали чинності наступні нормативи [161]:

- ліміт загальної відкритої валютної позиції банку (Л13), який визначається як співвідношення загальної величини відкритої валютної позиції банку за всіма іноземними валютами та банківськими металами в гривневому еквіваленті до регулятивного капіталу банку – не більше 30%;
- ліміт довгої відкритої валютної позиції банку у вільно конвертованій валюті (Л14-1) – не більше 15%;

– ліміт загальної короткої відкритої валютної позиції банку (Л13-2), який визначається як співвідношення величини перевищення обсягу зобов'язань за проданою іноземною валютою та банківськими металами над обсягом вимог у гривневому еквіваленті до регулятивного капіталу банку – не більше 10%;

– ліміт довгої (короткої) відкритої валютної позиції банку у неконвертованій валюті (Л15-1; Л15-2) та в усіх банківських металах (Л16-1; Л16-2) – не більше 5% на розсуд банку;

– ліміт довгої (короткої) відкритої валютної позиції банку за операціями «форвард» (Л17-1; Л17-2) не більше 10%.

Ліміти довгих/коротких відкритих валютних позицій банку у вільно конвертованій валюті (Л14-1), неконвертованій валюті (Л15-1; Л15-2), у банківських металах (Л16-1; Л16-2), за окремими активними операціями з валютними цінностями (Л17-1; Л17-2) визначаються як співвідношення відповідних величин відкритих валютних позицій за зазначеними валютою, банківськими металами, окремими активними операціями в гривневому еквіваленті до регулятивного капіталу банку.

Крім того, з метою зниження валютного ризику, постановою Правління Національного банку України «Про регулювання грошово-кредитного ринку» № 403 від 7 листопада 2007 року до складу зобов'язань банків, які підлягають обов'язковому резервуванню, віднесено кошти, які залучені банками від банків-нерезидентів та фінансових організацій-нерезидентів.

Таким чином, напрям проведення валютно-курсової політики неодмінно пов'язаний з динамікою економічного розвитку країни. Тривалий час утримання сталого обмінного курсу гривні було своєрідним якорем стабільності. Проте останнім часом, в умовах наявного економічного спаду, валютний курс є важливим інструментом стримання інфляційних процесів. Зокрема, 20 травня 2008 р. Національним банком було проведено укріплення гривні на 4%, внаслідок чого офіційний курс гривні підвищився з 5,05 грн. до 4,85 грн. за 1 долар США. Наслідком певної волатильності обмінного курсу гривні відносно інших валют, що мало місце починаючи з 2005 р., є рекласифікація у 2008 р. Міжнародним валютним фондом валютного режиму України з де-факто фіксації до долара (*de facto dollar peg*) на режим керованого плавання (*managed float*).

На першому етапі формування валютно-курсової політики відбувалося паралельно із становленням банківської та грошової системи країни. Запровадження на другому етапі низки заходів з подолання гіперінфляції та стрімкого знецінення національної валюти, супроводжувалися становленням валютного ринку. Призупинення економічного спаду сприяло лібералізації валютного ринку з одночасним посиленням контролю за валютними операціями, що характерно для наступних етапів реалізації валютної політики.

Валютно-курсова політика проводиться у відповідності до поставлених завдань, основними з яких нині є забезпечення стабільності національної грошової одиниці, що реалізується через регламентацію валютних операцій.

Валютними операціями називають певні банківські та фінансові операції, пов'язані з переходом права власності на валютні цінності. Це використання валютних цінностей як засобу платежу; вивезення, ввезення, пересилання валютних цінностей; отримання і надання кредитів, нарахування відсотків, дивідендів; залучення інвестицій, придбання цінних паперів та інших операцій, здійснення яких відбувається тільки за умови отримання відповідних ліцензій Національного банку України.

За допомогою операцій на валютному ринку центральний банк проводить регулювання грошової маси в обігу, підтримуючи відповідну стабільність національної валюти. Виступаючи на валютному ринку в ролі покупця, центральний банк випускає в обіг додатковий обсяг національних грошей і за них придбає іноземну валюту, а виступаючи в ролі продавця іноземної валюти, вилучає кошти в національній валюті з обігу.

Валютні операції поділяються на поточні і термінові. Основними видами поточних операцій є поточні (касові) операції в готівковій та безготівковій формах. Готівкові операції здійснюються в обмінних пунктах банків, а безготівкові – банками, валютними біржами та іншими учасниками валютного ринку. До поточних операцій відносяться операції з короткими термінами валютування – в межах трьох робочих днів. Розрізняють такі умови здійснення поточних операцій:

- «тод» (поставка валюти сьогодні – «сьогодні на сьогодні»);
- «том» (поставка валюти наступного робочого дня – «сьогодні на завтра»);
- «спот» (поставка валюти на другий робочий день – «сьогодні на післязавтра»).

Такі операції використовуються переважно для обслуговування зовнішньоторговельних розрахунків, а також з метою одержання додаткового прибутку в разі коливань валютних курсів. Валютні операції «спот» становлять більшу частку від загального обсягу міжбанківського ринку. Основна мета їх здійснення – забезпечення потреб клієнтів банків у іноземній валюті, конверсія іноземних валют, а також купівля-продаж валюти з метою отримання прибутку за рахунок різниці в курсах цих валют. Банки можуть використовувати поточні операції «спот» для підтримки мінімально необхідних робочих залишків у іноземних банках на рахунках «ностро» для зменшення залишків у одній валюті та покриття потреб в іншій. У такий спосіб банки регулюють свої валютні позиції і не допускають утворення непокритих залишків на рахунках.

Купівля-продаж валют на умовах «спот» означає, що курс валют фіксується на день купівлі-продажу, а її поставка здійснюється на другий робочий (банківський) день (без урахування дня продажу). Тобто, якщо валюта була продана у вівторок, то на рахунок покупця вона має поступити в четвер. Різниця в часі між підписанням (укладенням) валютної угоди і виплатою по ній визначена міжнародною практикою і пов'язана з необхідністю документального оформлення угоди (виписка первинних документів, підготовка платіжних доручень, повідомчих телеграм та т. ін.).

Угоди «спот» можуть укладатися за телефоном, факсом або безпосередньо на валютній біржі, а розрахунки здійснюються банківськими переказами електронною поштою. В міжнародній практиці використовують електронну систему «СВІФТ» (SWIFT – Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunications – Товариство міжнародних міжбанківських фінансових телекомунікацій), членом якої є Національний банк і провідні банки України.

Термін поставки валюти називають датою валютування. Залежно від дати валютування в міжнародній практиці використовують загальностановлені позначення окремих валютних операцій (табл. 2.12). Наприклад, укладення угоди «сьогодні» з поставкою валюти на другий робочий день позначається s/n, угоди «сьогодні на сьогодні» – o/n, а «сьогодні на завтра» – t/n.

Таблиця 2.12

### Стандартні умови виконання валютних операцій

Назва операції	Позначення	Дата укладення угод	Дата валютування	Період	Дата завершення
Overnight	o/n	Сьогодні	Сьогодні	1 день	Завтра
Tom /next	t/n	Сьогодні	Завтра	2 дні	Післязавтра
Tom / week	t/w	Сьогодні	Завтра	1 тиждень	Завтра + 7 днів
Spot: Spot / next	s/n	Сьогодні	Другий робочий день	1 день	Третій робочий день
Spot / 1 week	s/w	Сьогодні	Другий робочий день	1 тиждень	Спот + 1 тиждень
Spot / month	1 m	Сьогодні	Другий робочий день	1 міс.	Спот + 1 міс.
Spot / 3 month	3 m	Сьогодні	Другий робочий день	3 міс.	Спот + 3 міс.
Spot / 6 month	6 m	Сьогодні	Другий робочий день	6 міс.	Спот + 6 міс.
Spot / 1 year	12 m	Сьогодні	Другий робочий день	1 рік	Спот + 1 рік

Встановлення точної дати валютування потрібно для забезпечення принципу компенсованої вартості, на основі якого й функціонує валютний



ринку. Це означає, що розрахунки за укладеними угодами мають здійснюватися паралельними грошовими потоками без надання кредиту одним учасником угоди іншому.

Важливе значення при здійсненні валютообмінних операцій має визначення валютних курсів, основою яких можуть бути курси провідних валютних бірж, зокрема франкфуртської, та лондонського фінансового ринку. Проте на практиці валютні курси безпосередньо визначаються маркет-мейкерами – фінансовими установами (переважно це банки), які постійно здійснюють котирунку курсів і укладають угоди на купівлю-продаж іноземних валют.

Як правило, маркет-мейкери визначають не тільки курси іноземних валют до національної, а й проводять котирування іноземних валют між собою. Провідні маркет-мейкери за певними валютами перебувають у країнах – емітентах цих валют. Винятком можуть бути маркет-мейкери за резервними валютами (наприклад, дол. США), тому що вони широко використовуються в багатьох країнах як база для валютних операцій, оскільки їх значно легше продати або купити, розмістити на депозити тощо.

Перед здійсненням будь-якої валютної операції проводиться всебічний аналіз, який включає вибір валют, що обмінюються, виявлення динаміки курсів, фіксацію курсів, визначення суми обміну, перерахування коштів та документальне оформлення операції. Для банків дуже важливим моментом є також обґрунтування доцільності забезпечення коротких чи довгих валютних позицій.

Реальна економічна політика свідчить, що з плином часу валютні операції модифікуються, з'являються їх нові форми та різновиди, що вимагає від операторів валютного ринку високого рівня організації своєї діяльності. Великі банки для організації та проведення валютних операцій створюють спеціальні підрозділи валютного шилінгу, які здійснюють управління валютними активами через проведення валютних та депозитно-кредитних операцій на міжбанківському ринку. Основна мета діяльності таких підрозділів полягає в регулюванні структури валютної частини балансу та одержанні додаткових прибутків.

Отже, ефективна реалізація валютної політики в умовах формування ринкової економіки сприятиме становленню конкурентоспроможних товаровиробників, сталому поліпшенню макроекономічних показників й економічному розвитку країни.

## **РОЗДІЛ 3**

### **ПЕРСПЕКТИВИ ТРАНСФОРМАЦІЇ РЕЖИМУ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ В УКРАЇНІ**

#### **3.1. Основні режими грошово-кредитної політики центрального банку**

Під терміном «режим грошово-кредитної політики» розуміється сукупність взаємопов'язаних, скоординованих заходів центрального банку, які застосовуються ним для досягнення стратегічної мети. Поставлене завдання вирішується шляхом досягнення або утримання на стабільному рівні значення номінального показника, який виступає в якості проміжної цілі.

У більшості випадків центральні банки обирають один з трьох базових номінальних показників, що характеризує результати його діяльності: наявний обсяг грошової маси в обороті, значення валютного курсу та рівень інфляції. Утримання динаміки цих змінних на проголошеному рівні протягом визначеного проміжку часу називається її таргетуванням, а назва режиму залежить від тієї змінної, яка обирається центральним банком в якості проміжної цілі. Центральними банками залежно від проміжної цілі монетарної політики можуть застосовуватися наступні монетарні режими: монетарне, курсове таргетування і таргетування інфляції.

##### **3.1.1. Режим таргетування валютного курсу**

Він передбачає, що центральний банк в якості проміжної цілі монетарної політики встановлює номінальний обмінний курс і намагається забезпечити його стабільність по відношенню до валюти так званої країни-якоря через зміни процентних ставок і прямі валютні інтервенції, імпортуючи таким чином цінову стабільність з тієї країни, валюта якої обрана за «якір». Підтримання валютного курсу вимагає відповідної економічної політики, яка забезпечує низьку інфляцію проти країни-якоря, достатні обсяги міжнародних резервів, підтримання конкурентоспроможності країни і надійності, включаючи інституційну, законодавчу і політичну стабільність.

Так як центральний банк в принципі може контролювати валютний курс і в коротко- і в довгостроковому періоді, фіксований чи стійкий (з коливаннями в межах коридору) валютний курс може з першого погляду здатись імовірною головною ціллю монетарної політики. Але при детальнішому розгляді стає зрозуміло, що недоцільно встановлювати фіксований курс як кінцеву ціль монетарної політики, так як номінальний валютний курс не має значення для добробуту і економічного зростання, на це швидше впливає реальний курс. При режимі фіксованого обмінного курсу реальний курс може бути стабілізований лише в короткостроковому періоді,

в середньо- і довгостроковому монетарна політика не може його контролювати. Таким чином, валютний курс придатний бути лише проміжною ціллю монетарної політики для того, щоб ефективно досягати інших кінцевих цілей [269].

До недавнього часу Щорічний звіт МВФ про валютні режими і обмеження (*Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*) був основним джерелом інформації про валютну політику країн. Класифікація режимів таргетування валютного курсу, яка була у цьому звіті, використовувалась для вивчення їх еволюції, причин вибору країною того чи іншого режиму і зв'язку між режимом валютного курсу і економічним станом держави. Щорічний звіт містив так звану де-юре класифікацію, яка відображала формальні зобов'язання центральних банків і базувалась на декларованих режимах, не охоплюючи при цьому політику, несумісну з цими зобов'язаннями.

Проте численні спостереження показали, що оцінка операцій центральних регуляторів і їх інтервенції на ринку іноземної валюти свідчать про те, що режими обмінних курсів в країні іноді значно відрізняються від тих, які офіційно проголошені. В одному випадку країна може зазнавати незначних коливань курсу навіть якщо монетарна влада не проголосила офіційно підтримку паритету в межах певних лімітів. Така поведінка зазвичай пов'язана з феноменом «страху плавання» (*fear of floating*). Страх плавання описує ситуацію, коли країна де-юре має більш гнучкий режим, ніж підтримує де-факто. Така ситуація спостерігалась в Болгарії, Румунії, Словаччині і Словенії. В іншому випадку країна може демонструвати поведінку «страху прив'язки» (*fear of pegging*), тобто коли режим де-юре є більш жорстким, ніж де-факто. Страх прив'язки був дуже поширеним явищем в середині 90-х рр., коли ряд країн з фіксованими курсами стояв перед викликом більшої гнучкості, але центральні банки на той час ще не мали достатньої довіри для прийняття гнучких режимів.

У результаті означених відмінностей між політикою країни, яку вона офіційно проголошує, і валютним режимом, який вона фактично проводить, з'явилась нова класифікація режимів валютного курсу. Класифікація базується на дійсній поведінці валютних курсів, іншими словами, вона описує, що країни насправді роблять, а не що вони декларують. Ця класифікація отримала назву де-факто класифікації і швидко стала новим стандартом у дослідженнях валютних режимів. Гіпотези, які були висунуті на основі де-юре класифікації, були переглянуті відповідно до нових стандартів.

Отже, відповідно до де-факто класифікації, впорядкованої МВФ, виділяють такі режими, засновані на таргетуванні обмінного курсу [245]:

– *режим обмінного курсу без суверенного платіжного засобу* (*exchange arrangements with no separate legal tender*). Валюта іншої країни циркулює як єдиний законний засіб платежу (формальна доларизація), або країна

належить до монетарного чи валютного союзу, в якому циркулює такий же, як і в союзі, засіб платежу. Встановлення таких режимів означає повну відмову від контролю над внутрішньою грошово-кредитною політикою;

– режим валютного комітету (currency board policy)<sup>11</sup>. Монетарний режим, заснований на експліцитному законодавчому зобов'язанні обмінювати національну валюту на вказану іноземну валюту за твердим валютним курсом, у поєднанні з обмеженнями емісійних органів на виконання їх законних зобов'язань. Це означає, що національна валюта випускається лише проти іноземної валюти і повністю підкріплюється валютними резервами, залишаючи лише невелику свободу для дискреційної монетарної політики і повністю виключаючи традиційні функції центрального банку, такі як монетарний контроль і кредитор останньої інстанції. Деяка гнучкість може дозволятися залежно від жорсткості вимог установленого валютного комітету.

Впроваджуючи режим валютного комітету країна імпортує довіру до валюти з країни, валюта якої обрана як якір. Тому впровадження такого режиму доцільне у випадку нестачі довіри до монетарної влади (як було у випадку Болгарії), або коли центральний банк лише створюється як нова інституція чи впроваджується нова валюта (Естонія, Литва). Режим валютного комітету зазвичай обирається для попередження нестабільності або для відновлення конвертованості валюти під час криз. Він виступає частиною структурних коректуючих програм в економіках у стані розладу.

Важливим наслідком впровадження валютного комітету є зміна в інфляційних очікуваннях. Вони повільно наближаються до рівня інфляції країни, до валюти якої прив'язана національна валюта. Ціни також стають більш гнучкими, прямують донизу, тому що довіра до режиму валютного комітету зростає, виражаючи тим самим впевненість економічних агентів у тому, що рівень цін не буде змінюватись. Підвищена довіра у валютному комітеті таким чином впливає на гнучкість цін, відображаючи зміни в реальному секторі, а не порушення, спричинені монетарною політикою центрального банку.

Основна перевага валютного комітету – це його вплив на макроекономічну дисципліну. При цьому режимі центральний банк не може фінансувати дефіцит бюджету, що створює прямі бюджетні обмеження. З іншого боку, центральний банк не може рефінансувати комерційні банки, що змушує останні обмежувати кредитування реального сектору для уникнення ризиків. У цьому сенсі, макроекономічна дисципліна трансформується в мікроекономічну на рівні компаній. Ключова риса валютного комі-

---

<sup>11</sup> У літературі існує багато варіантів перекладу «currency board» – валютний комітет, валютне регулювання, механізм стовідсоткового резервування, можливі також валютний щит, валютне забезпечення, валютна прив'язка грошової системи.

тету – гарантія конвертованості валюти. Вона забезпечується повним покриттям грошової бази резервами в іноземній валюті. Якщо резерви неадекватні, їх поповнення вимагається до впровадження режиму, зокрема:

– режим фіксованої прив'язки (conventional fixed peg arrangements).

Країна прив'язує свою валюту в межах коридору + 1% або менше проти іншої валюти; в рамках спільної домовленості, як в механізмі регулювання валютних курсів (Exchange Rate Mechanism-II); або до корзини валют країн, найбільших торгових і фінансових партнерів, і ваги валют залежать від територіального розподілу торгівлі, послуг і потоків капіталу. Набір валют може бути стандартизований, як у випадку СДР. Обмінний курс може коливатись у рамках менше 1% від центрального курсу або максимальний/мінімальний обмінний курс може залишатись у межах 2% маржі протягом хоча б 3 місяців. Грошово-кредитна влада підтримує фіксований курс за допомогою прямих інтервенцій або опосередкованого впливу (наприклад, через використання процентної політики, валютного контролю). Гнучкість грошово-кредитної політики, хоч і обмежена, все ж більша, ніж за режимів без суверенного платіжного засобу і валютного комітету, тому що виконуються традиційні функції центрального банку. У випадку режиму фіксованої прив'язки з коридором (pegged exchange rates within horizontal bands) обмінний курс підтримується в означених межах більше, ніж 1% від встановленого центрального курсу. Прив'язка може здійснюватись до єдиної валюти, в рамках спільної домовленості, або до корзини валют. Є обмежений рівень свободи грошово-кредитної політики в залежності від ширини коридору;

– режим повзучої прив'язки (crawling peg). Курс національної валюти прив'язується до іноземної валюти, але може бути скоригований при зміні визначеного ринкового індикатора відповідно до попередньо встановлених правил. Такими індикаторами зазвичай виступають різниця в рівнях інфляції за деякий минулий період з країнами – основними торговельними партнерами, різниця між офіційним і неофіційним валютними курсами. Розрізняють два види прив'язки: до майбутнього (forward looking) і до минулого періоду (backward looking). Підтримка режиму повзучої прив'язки накладає певні обмеження на грошово-кредитну політику, схожі до режиму фіксованої прив'язки. У випадку режиму повзучої прив'язки з коридором (exchange rates within crawling bands) курс національної валюти підтримується в рамках коливань від центрального курсу на 1%. Центральний курс або маржа періодично можуть коригуватись відповідно до змін визначених ринкових індикаторів. Рівень гнучкості валютного курсу залежить від ширини коридору, який може бути симетричним стосовно центрального курсу або може розширяться асиметрично відповідно до зміни верхньої чи нижньої межі (в останньому випадку може не бути попередньо оголошеного центрального курсу). Зобов'язання підтримувати

валютний курс у межах коридору обмежує незалежність грошово-кредитної політики залежно від ширини коридору.

На початку 90-х років найбільш популярною була прив'язка валютних курсів, за якими курс міг коливатись в межах 1% від встановленого курсу або підтримуватись у ширших межах або коридорі. Вибір прив'язок залежав від бажання використовувати обмінний курс як номінальний показник на початковому етапі макроекономічної стабілізації. Від середини 90-х років з'явилася тенденція руху до режимів валютних курсів, що були або відносно гнучкими, або дуже сталими. На даний час валютні режими в країнах Центральної і Східної Європи є динамічними з одного боку через їх постійну диверсифікацію, а з іншого через те, що валюти в цих режимах швидко змінюються. Внутрішні валюти мають фіксований курс, прив'язаний до іншої валюти, який у свою чергу має плаваючий режим. Коливання відповідної валюти додаються до внутрішніх факторів відповідної країни, і впливають на валютний курс національної валюти відносно іноземної, через ці фіксовані, а фактично прив'язані курси (табл. 3.1) [240].

Таблиця 3.1

**Еволюція де-факто режимів таргетування валютного курсу, 1996–квітень 2007 (кількість країн, дані на кінець періоду)**

	1996	2001	2002	2003	2004	2005	2006	04/2007
Режим обмінного курсу без суверенного платіжного засобу	5	8	9	9	9	9	9	10
Режим валютного комітету	12	13	13	13	13	13	13	13
Режим фіксованої прив'язки	63	55	60	60	63	63	73	70
– прив'язка до однієї валюти	49	45	50	52	55	58	68	63
– прив'язка до кошика валют	14	10	10	8	8	5	5	7
Режим фіксованої прив'язки з коридором	18	6	5	4	4	5	5	5
Режим повзучої прив'язки	14	6	5	5	5	8	5	6
Режим повзучої прив'язки з коридором	12	5	3	3	...	...	...	1

Джерело: [245].

Усі дані базуються на поточній де-факто методології; для 1996 року методологія застосована зворотно.

Вибір валютного курсу як проміжної цілі монетарної політики має очевидні переваги. Перша – фіксований валютний курс служить номінальним якорем монетарної політики і таким чином збільшує її транспарантність. При фіксованому валютному курсі громадськості легко визначати, чи дотримується центральним банком проміжна ціль.

По-друге, якщо курс прив'язаний до валюти країни з низькою та стабільною інфляцією, то такий монетарний режим буде знижувати інфляційні очікування до рівня країни, до валюти якої прив'язана національна валюта.

По-третє, за звичайних умов за рахунок валютних інтервенцій центральному банку легко контролювати валютний курс. Проте варто зазначити, що застосування інструменту валютних інтервенцій не має стабільного впливу на валютний курс, якщо мова іде про тривалий тиск з боку фундаментальних економічних факторів. Наприклад, у результаті погіршення сальдо платіжного балансу, стрімкого відтоку іноземного капіталу тощо.

По-четверте, фіксований валютний курс зменшує трансакційні витрати і непевність у міжнародній торгівлі, таким чином стимулюючи останню.

Валютний курс в якості номінального якоря має і ряд недоліків. Перший недолік пов'язаний з найбільш важливою характеристикою проміжної цілі – її кореляцією з кінцевою ціллю монетарної політики. Фіксований або стійкий курс у цілому не дуже тісно корелює з низькою або стабільною інфляцією. Низький і стійкий рівень інфляції при фіксованому чи стійкому валютному курсі вимагає низької і стабільної світової інфляції і стійкого реального валютного курсу. Монетарна політика може запобігти коливанню реального валютного курсу за вищезгаданих обставин лише в короткостроковому періоді. Зрештою буде виникати реальне знецінення або подорожчання валюти. Якщо номінальний валютний курс буде залишатись стабільним, необхідне реальне подорожчання буде відбуватись через вищу внутрішню інфляцію. Так як інфляція має природну стійкість, вона може врешті-решт зумовити переоцінку валюти, тобто реальний курс буде дорожчати до певного рівня і зрештою так чи інакше впаде. Таким чином, фіксований валютний курс з коливаннями реального курсу веде до змінних інфляційно-дефляційних періодів, з високою мінливістю не лише в інфляції, але і в зайнятості, з витратними періодами безробіття протягом дефляції.

Другий недолік полягає в тому, що монетарна політика з фіксованим валютним курсом позбавляє центральний банк можливості використовувати монетарну політику для відповіді на внутрішні шоки. Більше того, внутрішні шоки в країні, до валюти якої здійснена прив'язка, будуть неминуче відображатись на внутрішніх процентних ставках держави з режимом таргетування валютного курсу. У випадку неузгодженості в ділових циклах це може викликати проблеми.

Третім недоліком є те, що при режимі фіксованого валютного курсу відбувається суттєве зростання значення фіскальної політики.

По-четверте, країни з фіксованим курсом стають схильними до спекуляцій проти їхніх валют, особливо враховуючи всезростаючий рух до мобільності капіталів, що є наслідком глобалізації світової економіки. Якщо політиці фіксованого курсу не вистачає довіри, виникає ризик, що інвестори будуть прагнути позбавитись цієї валюти, змушуючи центральний банк викуповувати її назад у великих обсягах для підтримання прив'язки разом зі зростанням внутрішніх процентних ставок, що може призвести до кризи. Значна кількість іноземної валюти на руках у населення, істотна

частка пасивів, деномінованих в іноземній валюті особливо з коротко-строкowym характером, а також валютні дисбаланси макроекономічних агентів є каталізатором фінансових криз, що є важливою вадою режиму таргетування обмінного курсу в довгостроковому періоді [269].

В аспекті вивчення особливостей дії різних видів режимів монетарної політики, заснованих на таргетування обмінного курсу, цікавим є вивчення досвіду зарубіжних країн, наприклад, Болгарії, Латвії, Польщі.

**Досвід Болгарії.** Після ряду безуспішних спроб фінансової стабілізації, що здійснювались з 1991 р., в 1996 р. Болгарія ввійшла в смугу гострої економічної кризи. Субсидії збитковим державним підприємствам, безвідповідальна кредитна політика комерційних банків, слабкий банківський нагляд, фінансування Національним банком дефіциту державного бюджету й банківської системи вилилися взимку 1996–1997 р. у девальвацію болгарського лева стосовно всіх основних валют (у лютому 1997 р. більш, ніж у 3 рази стосовно долара США), економіка ввійшла в гіперінфляційну спіраль (у лютому 1997 р. ріст індексу споживчих цін склав 243%). Контроль центрального банку над станом грошового обігу був втрачений. Декілька спроб стабілізувати ситуацію провалились і це спричинило втрату довіри до ключових державних інститутів. У лютому 1997 р. було ухвалене рішення, підтримане МВФ, про введення режиму валютного комітету. Він впроваджувався не лише як механізм для стабілізації, але, як інструмент для відновлення фінансової дисципліни і ринково-орієнтованої культури серед всіх економічних агентів.

Формально новий режим був введений Законом про Національний банк Болгарії з 1 липня 1997 р. В якості якірної валюти була обрана німецька марка, а з січня 1999 р. – в якості якоря став використовуватися євро. Згідно Закону про Національний банк Болгарії (БНБ) сукупність грошових зобов'язань Національного банку не повинна перевищувати вартості валютних резервів, розрахованої в левах за офіційним обмінним курсом.

Основні відмінності, що відрізняють грошово-кредитну політику в Болгарії від класичного валютного комітету узагальнені в табл. 3.2.

Таким чином, при дотриманні основних параметрів валютного комітету монетарна політика Болгарії мала більшу гнучкість у порівнянні із класичним його варіантом.

Основними перевагами режиму були: максимальна транспарентність механізму валютного комітету, визначена законом про БНБ; упровадження режиму досягло своєї цілі досить швидко і вилілось в швидку грошову реформу; монетарна політика була обмежена правилами і грошова база не могла зростати незалежно від монетарної влади країни-якоря; неможливість створювати інфляцію емісією національної валюти; захист від політичного тиску був гарантований складністю досягнення консенсусу в Національній Асамблеї стосовно зміни Закону про БНБ.



**Відмінності режиму валютного комітету в Болгарії  
від класичного валютного комітету**

Класичний валютний комітет	Валютний комітет в Болгарії
Покриття резервами грошової бази	Покриття резервами грошової бази, обов'язкових резервів комерційних банків і депозитів уряду
Центральний банк не регулює комерційні банки	Центральний банк регулює комерційні банки
Не виконується функція «кредитора останньої інстанції»	Обмежена здатність виступати в якості «кредитора останньої інстанції» при виникненні ризику для банківської системи. Можливості з кредитування обмежені величиною перевищення валютних резервів над зобов'язаннями центрального банку
Центральний банк отримує прибуток лише від відсотків по активах	Центральний банк отримує прибуток від відсотків по активам і комісій
Повна конвертованість (поточного рахунку і рахунку капіталу)	Повна конвертованість поточного рахунку, але обмежена конвертованість рахунку капіталу

Джерело: [248].

Впровадження валютного комітету в Болгарії було успішним, і основна перевага класичного варіанту – висока довіра до монетарної політики – була досягнута. У випадку Болгарії успіх значно залежав від специфічного дизайну режиму, який будучи обмеженим правилами для забезпечення довіри, мав достатню гнучкість на випадок виникнення банківської кризи.

Відмінності валютного комітету, зокрема, виявились у нижній межі рівня міжнародних резервів на рівні 100% грошової бази, але межі для цього показника не було визначено. У результаті, частка міжнародних резервів, яким можна було перевищувати грошову базу в левах, могла істотно відхилитись від 100%, порушуючи зв'язок між міжнародними резервами і грошовою базою.

БНБ не дозволяв грошовій базі збільшуватись або зменшуватись так, як це передбачалось в класичному варіанті валютного комітету. Однак, це вберегло обмінний курс лева до німецької марки, а потім до євро завдяки забезпеченню повної конвертованості і високому рівню резервів, порівняно з можливостями класичного варіанту і власною ситуацією до 1997 року. Таблиця 3.3 показує, наскільки покращились показники болгарської економіки з часу впровадження квазі-валютного комітету в 1997 році.

## Показники економіки Болгарії до і після впровадження валютного комітету

Роки	Зростання реального ВВП (%) <sup>a</sup>	ІСЦ (%) <sup>b</sup>	Ставка кредитування (%) <sup>c</sup>	Фіскальний баланс (% ВВП)	Іноземні резерви (млн. дол.) <sup>d</sup>
1990	-9.10	23.90	н/а	н/а	н/а
1991	-10.80	333.50	69.60	н/а	615.60
1992	-8.40	82.00	49.70	н/а	1,207.19
1993	-11.60	72.80	66.40	н/а	960.16
1994	-3.70	96.00	101.20	н/а	1,311.17
1995	-1.60	62.10	39.80	н/а	1,545.82
1996	-8.00	123.00	435.00	-12.70	792.94
1997	-5.60	1061.20	7.00	-2.50	2,474.09
1998	4.00	18.80	5.20	0.90	3,056.38
1999	2.30	2.60	4.60	-0.90	3,221.77
2000	5.40	8.20	4.70	-1.00	3,460.26
2001	4.10	7.50	11.11	-0.90	3,580.33
2002	4.90	5.80	9.21	-0.80	4,747.04
2003	4.50	2.30	8.54	-0.40	6,704.77
2004	5.70	6.10	8.87	1.80	9,222.15
2005	5.50	5.00	8.66	2.30	8,694.76
2006	6.20	7.30	8.89	3.20	11,756.13
2007	6.00	5.30			

Джерело: [295].

а) Щорічні зміни ВВП у постійних цінах на основі рік до року;

б) Дані для інфляції є середніми за рік, а не на кінець періоду;

с) Середньозважена ставка, встановлена кредитними інститутами за новими позиками (включаючи овердрафт) у левах нефінансовим корпораціям і сектору домогосподарств строком до одного року;

д) = (загальні резерви мінус золото) + (золото): під золотом (національна вартість) мається на увазі вартість в доларах офіційних резервів золота, які, починаючи з лютого 2005 року, оцінюються за ринковими цінами. На період з лютого 1997 по січень 2005 золото оцінювалось за нижчою з двох вартостей: 500 болгарських левів за тройську унцію або за ціною Лондонського ринку золота на кінець періоду. До липня 1997 золото оцінювалось у 300 дол. за унцію.

Індекс споживчих цін за період з часу впровадження режиму в 1997 році до 2007 року склав в середньому 5,3%, порівняно з середніми 233% за період з 1991 р. по 1997 р. За цей період Болгарія швидкими темпами реструктуризувала економіку, що вплинуло на її конкурентоспроможність і в 2006 році вона була однією з небагатьох країн, які збільшили свою частку імпорту в межах ЄС. Усі три уряди, які були в країні з моменту впровадження валютного комітету, чітко дотримувались політичних зобов'язань щодо підтримки встановленого режиму до моменту вступу до ЄС [286].

Макроекономічна стабільність і передбачуваність ділового середовища, створені і підтримані цим режимом, допомогли інтенсифікації струк-

турних реформ, зростанню ефективності і продуктивності праці, і відповідно зростанню конкурентоспроможності болгарської економіки.

Вибір режиму монетарної політики в 1997 році був також зумовлений довгостроковими планами і стратегічною ціллю Болгарії щодо вступу до ЄС з наступним впровадженням євро. Режим валютного комітету є практично найбільш транспарентною і послідовною стратегією для країни, яка планує впровадити єдину валюту. З одного боку, він обмежує інструменти центрального банку для проведення дискреційної монетарної політики, як є в ситуації країн-членів євро зони. З іншого боку, валютний комітет значно більше, ніж інші монетарні режими, вимагає від уряду проведення поміркованої і надійної фіскальної політики і структурних реформ. Режим таргетування валютного курсу дозволив Болгарії виконати всі Маастрихтські критерії для вступу до ЄС, окрім рівня інфляції. При валютному комітеті центральний банк не має змоги прямо контролювати інфляцію. Враховуючи існуючий тренд у рівні цін нових членів стосовно старих членів, виконання цього критерію є викликом не тільки для країн, які використовують валютний комітет, але і для країн з рівнями цін нижче, ніж середня по ЄС незалежно від режиму монетарної політики.

*Досвід Латвії.* Початкові умови проведення грошово-кредитної політики в Латвії були подібними до більшості перехідних економік: період високої інфляції, зумовлений ціновою лібералізацією на початку реформ, підсилювався економічною невизначеністю і відсутністю розвинених фінансових ринків. На ранніх етапах процесу перетворень Латвія запровадила власну валюту, давши змогу таким чином Банку Латвії проводити незалежну монетарну політику. Банк Латвії мав законодавчо закріплене право емісії національної валюти, практичну незалежність у проведенні монетарної політики.

Основна мета Банку Латвії – досягнення цінової стабільності, для чого був обраний режим таргетування валютного курсу. Банк Латвії з 1992 р. проводив активні операції з рядом валют з метою стабілізації грошового обігу шляхом підтримки обмінного курсу. У середині лютого 1994 р. була здійснена прив'язка лата до кошика валют СДР. Вибір в якості якоря кошика валют був обумовлений тим, що останній більшою мірою відповідав ціновій стабільності в довгостроковому плані, чим моновалютний якор, оскільки зменшував вплив коливань курсів світових валют по відношенню один до одного на стан внутрішнього грошового обігу. Політика обмінного курсу була побудована таким чином, що грошова база забезпечувалась чистими валютними активами на рівні 100%.

Після вступу Латвії до ЄС і до Європейського валютно-економічного союзу (Economic and Monetary Union (EMU)), Банк Латвії продовжує впровадження власної монетарної політики, яка не йде врозріз з інтересами ЄС і не завдає шкоди його членам, але сприяє економічній стабільності.

Вступ до ЄС накладає зобов'язання переходу до євро і участь в EMU, одним із критеріїв для якого є участь в Exchange Rate Mechanism II (ERM II) протягом принаймні двох років. Латвія приєдналась до ERM II в травні 2005 року. ERM передбачав, що принаймні 2 роки до впровадження євро лат має бути прив'язаний до нього з межами коливання не більше  $\pm 15\%$  від курсу лат/євро.

Для досягнення ключової цілі, так само як і успішного приєднання Європейського валютно-економічного союзу, Банк Латвії обрав проміжною ціллю монетарної політики зовнішню стабільність національної валюти, тобто прив'язку лата до євро на рівні  $1 \text{ EUR} = 0.702804 \text{ LVL}$ . Звичайними межами коливання було визначено  $\pm 1\%$ . З січня 2005 р. лат прив'язується до євро. Важливо зазначити, що Банк Латвії гарантує зовнішню стабільність лата при вільному русі капіталів і необмеженій конвертованості національної валюти: Латвія встановила один з найбільш ліберальних режимів іноземної валюти і руху капіталу у світі. Її іноземна, і національна валюти можуть вільно приходити і виходити з країни; рахунки можуть відкриватись у всіх валютах без будь-яких обмежень, і лат вільно продається і купується за іноземну валюту. Іноземні інвестори можуть репатріювати свій прибуток без будь-яких заборон [265].

Операційна ціль Банку Латвії збігається з проміжною – підтримання фіксованої прив'язки лата до євро. Резерви в іноземній валюті покривають кожен лат, який знаходиться в обігу (грошову базу), отже, Банк Латвії здатний підтримувати стабільність валютного курсу навіть у випадках зовнішніх розладів.

Інструменти монетарної політики, які використовує Банк Латвії: резервні вимоги, операції відкритого ринку, постійно діючі лінії рефінансування і депозитів.

Латвія обрала режим таргетування обмінного курсу як ефективний інструмент для зменшення інфляції, стабілізації макроекономічного середовища і зміцнення довіри до національної економічної політики протягом першої фази економічних реформ у період переходу економіки (табл. 3.4). Цей режим є оптимальним для Латвії із причин, які пов'язані з очікуваним вступом до Європейського валютно-економічного союзу, що і призвело до підтримки обраної стратегії.

Проте викладені вище недоліки режиму таргетування валютного курсу підтвердились у багатьох випадках відмови від нього, частково через те, що вони спочатку не змогли попередити перегріву і зростання інфляції, що в результаті зумовлювало спад і високий рівень безробіття, а частково через неможливість захисту від спекулятивних атак з прийнятними витратами.

Є приклади країн, які провели зміну монетарної політики гладко і з невеликими економічними витратами. Чилі, Ізраїль і Польща перейшли

від режиму прив'язки до гнучкого валютного курсу за декілька кроків протягом декількох років.

Таблиця 3.4

**Основні макроекономічні і фінансові індикатори Латвії**

Роки	Реальний ВВП (у постійних цінах), щорічна зміна,%	ІСЦ, середньорічна зміна, %	Сальдо поточного рахунку, % від ВВП
1992	н/а	н/а	-0.4
1993	-11.4	109.1	13.6
1994	2.2	35.8	-4.1
1995	-0.9	25.2	-0.3
1996	3.8	17.6	-3.9
1997	8.3	8.4	-4.7
1998	4.7	4.7	-9.0
1999	4.7	2.4	-8.9
2000	6.9	2.6	-4.8
2001	8.0	2.5	-7.6
2002	6.5	1.9	-6.6
2003	7.2	2.9	-8.2
2004	8.7	6.2	-12.9
2005	10.6	6.7	-12.7
2006*	11.9	6.5	-21.3
2007*	10.9	10.1	-23.0

Джерело: [295].

\* За оцінками МВФ.

**Досвід Польщі.** На початку перехідного періоду Польща зіткнулась з проблемою подолання гіперінфляції і невід'ємною частиною стабілізаційної програми було обрано запровадження таргетування валютного курсу шляхом запровадження фіксованого обмінного курсу злотого до долара США.

У цілому, запровадження режиму фіксованого обмінного курсу було успішним в завданні зменшення інфляції, про що свідчать дані Таблиці 3.5. Завдяки жорсткій монетарній і фіскальній політиці, а також сильному балансу платежів фіксований курс міг підтримуватись довше, ніж очікувалось, але так як рівень інфляції в Польщі все одно перевищував відповідний рівень її головних торговельних партнерів, це призвело до значного подорожчання реального курсу злотого і погіршення зовнішньої конкурентоспроможності. У травні 1991 злотий був девальвований на 16,8%, і прив'язка до долара була замінена прив'язкою до корзини валют, яка відображала структуру торгівлі Польщі. Але цей захід виявився неефективним і в жовтні 1991 року Польща відмовилась від режиму фіксованого обмінного курсу і запровадила режим повзучої прив'язки

(crawling peg) до корзини валют з постійною щомісячною девальвацією за попередньо оголошеною ставкою. Одночасно задавалися орієнтири по динаміці грошової пропозиції M2.

Таблиця 3.5

**Основні макроекономічні і фінансові індикатори Польщі**

Роки	Реальний ВВП (у постійних цінах), щорічна зміна, %	ІСЦ, середньорічна зміна, %	Сальдо поточного рахунку, % від ВВП
1990	-7.2	585.8	1.9
1991	-7.0	70.3	-0.4
1992	2.0	43.0	1.0
1993	4.3	35.3	-1.3
1994	5.2	32.2	5.3
1995	6.8	27.9	0.6
1996	6.2	19.9	-2.1
1997	7.1	14.9	-3.7
1998	5.0	11.8	-4.0
1999	4.5	7.3	-7.4
2000	4.2	10.1	-5.8
2001	1.1	5.5	-2.8
2002	1.4	1.9	-2.5
2003	3.8	0.8	-2.1
2004	5.3	3.5	-4.2
2005	3.5	2.1	-1.7
2006	5.8	1.0	-2.1
2007*	5.8	2.2	-2.7

Джерело: [295].

\* За оцінками МВФ.

З одного боку, наявність стабільного тренду дезінфляції було природним довгостроковим пріоритетом, так як в результаті географічної переорієнтації польської зовнішньої торгівлі основні партнери Польщі з торгівлі мали значно нижчий рівень інфляції.

З іншого боку, Польща вела процес переговорів по реструктуризації зовнішнього боргу з Лондонським і Паризьким клубами кредиторів. Для успішного завершення цих переговорів країна мусила досягнути набагато вищого рівня резервів в іноземній валюті, ніж були до початку 1990. Національний банк Польщі вважав цю ціль по суті однаково важливою для довгострокового зростання і антиінфляційних заходів. Як наслідок, реакція монетарної влади на комплекс взаємодій між валютним курсом, інфляцією, балансом платежів і пропозицією грошей була дуже обережною. Слабкі результати в балансі платежів у 1991 і 1992 були причиною

деякого номінального пристосування валютного курсу в 1992 і 1993, проте це не допомогло поточному рахунку і офіційним резервам.

Починаючи з 1994 р., темпи зростання реального ВВП набули ознак тенденцій. У поєднанні з реструктуризацією зовнішнього боргу ці фактори істотно змінили характеристики польської економіки. Одним із наслідків цього були значні зміни в фінансових потоках у державу.

Реакція центрального банку на це була досить обережною: декілька раз було переглянуто значення відсотка девальвації по прив'язці валютного курсу і пристосовувалась процентна ставка, що, проте, не вплинуло на накопичення резервів. За умови дії режиму таргетування валютного курсу це зумовило значне зростання ліквідності в банківському секторі Польщі, що було основним фактором зростання пропозиції грошей у 1995 році. Важливою реакцією політики було збільшення стерилізованих інтервенцій, зростання яких залишалось майже стабільним до середини 1996 р.

Такий розвиток подій, разом з проблемами, що пов'язані зі збереженням антиінфляційної політики, був ключовим фактором наступних кроків по зміні режиму валютного курсу, тобто впровадження валютного коридору з шириною  $\pm 7\%$  у середині 1995 р., а з січня 1999 р. кошик валют став складатись з євро і долара.

Центральний банк робив спроби стримувати рівень подорожчання злого в межах коридору шляхом інтервенцій на ринку іноземної валюти. Це була одна з умов, встановлених кабінетом для схвалення нового режиму і полегшення таким чином пристосування реального сектору до більш гнучкого курсу. Новий режим мав перевагу більшої гнучкості, яка означала більш автономну політику процентної ставки і менше стимулів для короткострокових спекулятивних потоків капіталу. Проте зростання іноземних резервів продовжувалось.

Усі ці події показали, що еклектична монетарна політика при зростаючій відкритості економіки має високий рівень внутрішньої несумісності. Намагання контролювати паралельно зростання пропозиції грошей і рівень валютного курсу часто створюють конфліктні ситуації для провідників політики. Необхідність зміни стратегії монетарної політики назріла в 1998 році. Значні відмінності в процентних ставках і гарні економічні перспективи знову призвели до значних потоків іноземної валюти в країну, що підривало стабільність режиму валютного курсу. Інфляція на той час була надто високою для відміни надійного номінального якоря.

Проблеми з підтриманням зовнішнього балансу Польщі підтвердили недоліки контролю валютного курсу як режиму монетарної політики. Посилили вплив цих вад: зростання мобільності капіталів і подальша лібералізація рахунку капіталів, і те, що таргетування валютного курсу вимагає сильної фіскальної політики, включаючи здатність швидко і ефективно відповідати на внутрішні і зовнішні шоки.

У вересні 1998 р. Радою по грошовій політиці була затверджена середньострокова стратегія грошової політики на 1999–2003 р. Цим документом передбачався перехід Польщі до режиму прямого таргетування інфляції. З квітня 2000 року злотий має плаваючий валютний курс і не підлягає ніяким обмеженням. Центральний банк не має за ціль визначати курс злотого до інших валют, проте залишає право втручатись у ринок іноземної валюти, якщо вважатиме це необхідним для дотримання інфляційної цілі.

Польща є членом Європейського валютно-економічного союзу, проте ще досі не впровадила євро. Одним з критеріїв для приєднання до Єврозони є членство в ERM-II принаймні протягом 2 років. Це означає, що протягом цього періоду Національний банк Польщі буде підтримувати ринковий курс злотого до євро в дозволеніх рамках відносно встановленого центрального паритету.

Отже, в країнах з проблемою комбінації фіксованого обмінного курсу і стабільних темпів інфляції вибір розглядається як вибір між більшою довірою і більшою гнучкістю. Вибір стратегії фіксованого валютного курсу обумовлений тим, що він є одним з найефективніших інструментів зменшення інфляції, стабілізації макроекономічного середовища і зміцнення довіри населення до національної економічної політики протягом періоду економічних реформ. Політика фіксованого валютного курсу вигідна для невеликих країн з відкритою економікою, де зовнішня торгівля відіграє дуже важливу роль. Менша економіка залежить від змін в глобальних фінансовому і товарному ринках, а її можливості впливати на неї обмежені. У таких країнах операції (приплив/відплив капіталу) можуть викликати значні короткострокові коливання валютного курсу, збільшуючи таким чином валютні ризики. Чим більш відкрита економіка, тим важливіше гарантувати умови (включно стійкість валютного курсу), необхідні для успішного росту зовнішньої торгівлі та іноземних інвестицій.

Режими, засновані на таргетуванні валютного курсу, мають свої недоліки, зокрема в тому, що центральний банк країни багато в чому втрачає контроль над національною монетарною політикою, і його здатність створювати додаткову пропозицію грошей обмежується іноземними провідниками монетарної політики. Більш того, зростає ризик спекулятивних атак проти національної валюти. У той час, коли розвинуті економіки мають достатньо гнучкі ринки факторів виробництва та продукції, економікам, що розвиваються та економікам, що знаходяться у процесі трансформації, може не вистачати цієї гнучкості, що відбивається у недостатній потужності поглинути зміни, і таким чином уникнути негативних наслідків негнучкого режиму обмінного курсу.



### 3.1.2. Режим монетарного таргетування

За визначенням Європейського центрального банку монетарним таргетуванням називається стратегія монетарної політики, направлена на забезпечення цінової стабільності шляхом фокусування на зростанні грошей порівняно з наперед оголошеним таргетом. Теоретичним обґрунтуванням режиму монетарного таргетування є положення кількісної теорії грошей, згідно якої запровадження такого режиму передбачає наявність прямої залежності між пропозицією грошей і значенням інфляції.

Протягом 1970–2000 рр. монетарне таргетування було випробувано у багатьох країнах (див. таблиця 3.6), але більшість з них була змушена відмовитися від цього режиму. Головною причиною цього було визнано низьку ефективність впливу значення грошових агрегатів на кінцеву мету – цінову стабільність, що є наслідком необхідності виконання двох ключових умов.

Таблиця 3.6

#### Країни, що явно або неявно використовували монетарне таргетування у 1970–2000 рр.

Розвинуті	Що розвиваються		З перехідною економікою	
Великобританія	Бангладеш	Китай	Албанія	Польща
Греція	Вірменія	Маврикій	Вірменія	Росія
Іспанія	В'єтнам	Мальта	Грузія	Румунія
Італія	Гайана	Мозамбік	Казахстан	Словаччина
Корея	Гана	Нігерія	Киргизія	Словенія
Німеччина	Замбія	ПАР	Македонія	Туркменістан
Португалія	Індія	Танзанія	Молдова	Україна
США	Індонезія	Туреччина	Монголія	Чехія
Тайвань	Йорданія	Уганда		
Франція	Кенія	Ямайка		
Швейцарія				

Джерело: [263].

По-перше, попит на гроші всередині країни повинен бути стабільним. Це означає, що швидкість обертання грошей має знаходитися приблизно на одному рівні протягом визначеного горизонту таргетування. В іншому випадку, коливання обсягів грошових агрегатів не відіграватимуть ролі «номінального якоря».

По-друге, центральний банк повинен мати суттєвий вплив на регулювання обсягів грошової маси в обігу. В даному випадку мова йде про так звані «широкі» грошові агрегати, які можуть підпадати під вплив внутрішньої фінансової доларизації або притоку іноземного короткострокового капіталу.

Виконання цих умов в середньостроковій перспективі є доволі важким завданням для центрального банку. Особливо це стосується дотримання стабільності попиту на гроші, так як цей показник суттєво залежить від змін, що спостерігаються в економічних відносинах, продуктивності праці, стабільності міжнародних фінансових ринків тощо [142]. З огляду на це, ефективність режиму монетарного таргетування є низькою в країнах з перехідною економікою.

Дослідження історичного аспекту застосування монетарного таргетування окремими країнами свідчить про те, що одним з небагатьох вдалих прикладів застосування монетарного таргетування в таких країнах є досвід Словенії, Німеччини і Швейцарії, де антиінфляційна політика, основою якої стало таргетування грошової пропозиції, була відносно успішною.

Зокрема, в *Словенії* після 1997 р. об'єктом регулювання став агрегат «широкі гроші» (M3). Цільовий орієнтир задавався у вигляді широкого коридору протягом 90-х років. За 1992–1993 рр. середньорічний індекс споживчих цін знизився з 207,3% до 32,9%.

Основними фактором, такого успіху стало збалансованість державного бюджету і жорстка фіскальна політика та політика бюджетного профіциту (до 1997 р.), що проводилась Урядом. Крім того, Банк Словенії свідомо й постійно займався регулюванням обмінного курсу, що було обґрунтовано двома основними причинами. Перша з них полягала в невеликих розмірах і високому ступені відкритості економіки Словенії, що визначає обмінний курс як істотний фактор інфляції. Другою причиною було те, що економіка Словенії на початку 90-х років характеризувалася високим рівнем фінансової доларизації та загальною слабкістю фінансової й банківської системи. Іншими словами, крім явно визначеного монетарного якоря, Банк Словенії проводив певну курсову політику, яку можна охарактеризувати як кероване плавання.

Разом з тим, розглядаючи результати грошово-кредитної політики Банку Словенії на середньостроковому горизонті, можна констатувати відсутність помітного прогресу починаючи з 1995 р.

Більш вдалим, з точки зору отриманих результатів у середньостроковому періоді є досвід запровадження монетарного таргетування центральними банками Німеччини і Швейцарії.

Головним мотивом вибору у кінці 1974 р. режиму монетарного таргетування *Національного банку Швейцарії* було, по-перше висока інфляція, яка почалась як наслідок зростання цін в усьому світі, поштовх якому дала експансіоністська монетарна політика, яку проводила Федеральна резервна система США, по-друге, незбалансованість платіжного балансу, яка виникла в результаті притоку спекулятивного капіталу, що у свою чергу призвело до надлишкового розширення грошової бази.

Першим кроком у напрямку подолання такої ситуації був перехід до режиму вільного курсоутворення національної валюти по відношенню до інших валют світу, що дало можливість призупинити приток надлишкового короткострокового капіталу та отримати центральному банку Швейцарії контроль над монетарною ситуацією.

Наступним заходом Національного банку Швейцарії було посилення контролю за зростанням грошової пропозиції з метою підтримання цінової стабільності. Для цього Національний банк Швейцарії запровадив концепцію грошово-кредитної політики, яка базувалася на наступних принципах:

1. Ключовим фактором досягнення й підтримання цінової стабільності був посилений контроль за пропозицією грошей.

2. Дотримання значення таргету є лише складовою стратегії, яка направлена на підтримання цінової стабільності, а не кінцевою метою.

3. Підтримка цінової стабільності виступає єдиною стратегічною метою. Усі інші макроекономічні показники (наприклад, темпи росту ВВП або безробіття) не повинні впливати при розрахунку та підтримці значення таргету – їх регулювання знаходиться поза межами компетенції грошово-кредитної політики.

У результаті накопиченого досвіду Національний банк Швейцарії обрав в якості номінального якоря значення грошової бази. Так, на початку 80-х рр., крім значення річних монетарних таргетів, був опублікований тренд зростання монетарної бази, який вважали сумісним з ціновою стабільністю у довгостроковому періоді. Бажаний тренд річного зростання грошової бази, згідно розрахунків Національного банку Швейцарії, був розроблений для узгодження зростання потенційного випуску приблизно на 2% й цільового рівня інфляції у 1% на рік. Це складало 2–3% у період 1980–1985 рр., 2% у 1986–1989 рр. та 1% у 1990–1999 рр. [254].

Річні таргети в різні періоди часу були або трохи вищими за трендові значення (період 1980–1985 рр.), або еквівалентні ним. Зокрема, багаторічні таргети, що застосовувались у період 1990–1999 рр., були зафіксовані на рівні 1% на рік, тобто на рівні бажаного тренда зростання монетарної бази за розрахунком НБШ. Поступове зниження з 2–3 до 1% було викликане прискоренням тривалого зростання швидкості обертання грошової бази в результаті триваючих інновацій у платіжній системі.

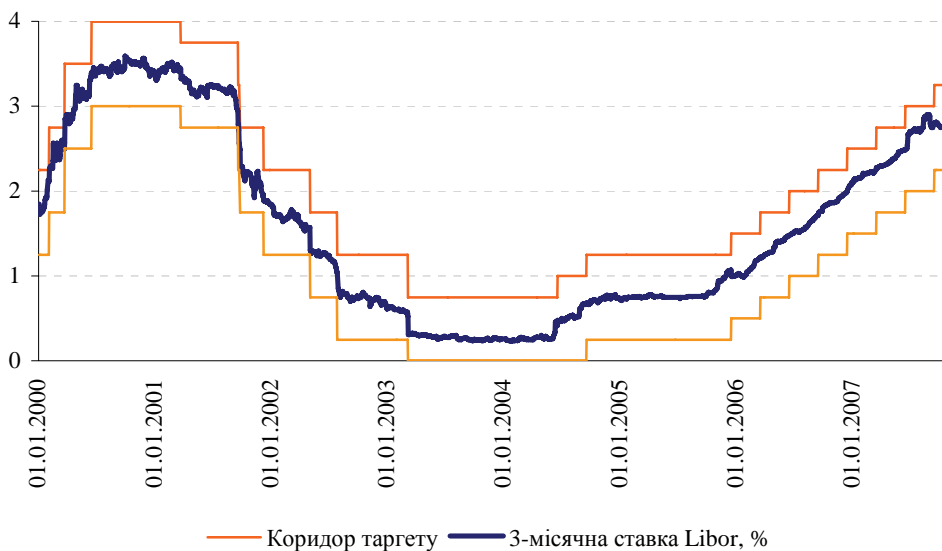
Незважаючи на позитивні результати, проблема нестабільності попиту на грошову базу, яка загострилася у 1996 р., підштовхнула Національний банк Швейцарії підхід до монетарної політики по закінченню періоду таргетування 1995–1999 рр. У кінці 1999 р. Національний банк Швейцарії модифікував концепцію монетарної політики у трьох відношеннях. По-перше, центральний банк вирішив відмовитись від таргетування грошей, проте без відмови від ролі грошей як вагомого індикатора монетарної політики, натомість помістив прогнозування інфляції в центр внутрішнього

розгляду монетарної політики. По-друге, була модифікована система цілей Національного банку Швейцарії: встановлено прогнози інфляції в рамках основної цілі – підтримання цінової стабільності (рис. 3.1). По-третє, висновки, які випливають з інфляційного прогнозування, обмежені операційним таргетом, виражаються як діапазон для тримісячної ставки LIBOR для швейцарських франків, з різницею між верхньою та нижньою межами діапазону в 1 процентний пункт (рис. 3.2).



Джерело: [254].

**Рис. 3.1. Концепція монетарної політики Національного банку Швейцарії**



Джерело: статистичні дані Національного банку Швейцарії.

**Рис. 3.2. Операційний таргет монетарної політики Швейцарії на сучасному етапі**

На відміну від Національного банку Швейцарії, Бундесбанк Німеччини використовував оголошені монетарні таргети в першу чергу з метою роз'яснення власної політики. Така відкритість підвищувала довіру до політики Бундесбанку з боку суспільства, що дозволило уникнути значних втрат внаслідок впливу економічних і політичних зрушень, зокрема під час об'єднання Німеччини на початку 90-х років.

Іншою причиною запровадження монетарного таргетування було те, що в цей період фіскальна політика Німеччини була надзвичайно м'якою. Разом з загальносвітовим зростанням цін, зокрема на енергоносії, така політика сприяла швидкому зростанню цін у середині країни. Змінити цю ситуацію планувалось за рахунок регулювання пропозиції грошей, яку повинен був здійснювати Бундесбанк.

Важливою особливістю режиму монетарного таргетування у Німеччині було визнання Бундесбанком відповідальності за рівень інфляції в країні, але тільки в тій частині, яку спричиняє надмірне монетарне розширення [281].

На початку 70-х років грошово-кредитна політика Німеччини характеризувалась, по-перше, наявністю режиму фіксованого валютного курсу, а, по-друге, активним застосуванням режиму монетарного контролю. Його сутність полягала у дотриманні стабільного «рівня ліквідних резервів» (LRR) – відношення ліквідних резервів до загальних депозитів. «Ліквідні резерви» склалися з грошей центрального банку, які тримаються комерційними банками, мінус обов'язкові резерви. Відповідно до гіпотези LRR банки прагнули до стабільного з часом LRR, передбачаючи, що зростанню грошей передуює підвищення LRR. Проте, розширенню пропозиції грошей на початку 1970-х рр. передувало падіння середнього рівня LRR з 11,6% у 1969 р. до середнього рівня 6,8% у 1970 р. й 6,0% у 1972 році [268].

У січні 1973 р. Радою Бундесбанку розглядались два варіанти монетарного контролю: обов'язкові LRR та прямий контроль пропозиції грошей центрального банку.

В результаті дискусій, було зазначено, що прямий контроль за грошами центрального банку потребуватиме відміни всіх механізмів надання банкам автоматичного доступу до грошей центрального банку. Крім цього, було прийнято рішення щодо переходу до вільного курсоутворення, що дало б змогу знизити притік іноземного капіталу в країну.

Банк негайно використав нові можливості монетарного режиму для переходу на рестриктивну політику. Значно відійшовши від минулого напрямку, він утримався від створення нових ліквідних резервів, тримаючи LRR близькими до нуля. Безпосередній контроль кількості грошей і регулювання процентних ставок на грошовому ринку здійснювалось за рахунок регулювання ліквідності банківської системи.

Також важливим було вирішення питання щодо вибору номінального якоря. Так, при різкому зростанні короткострокових процентних ставок

протягом 1973 р. М1 ріс набагато повільніше за ширший М2 (М1 плюс строкові депозити) або М3 (М2 плюс ощадні депозити). Це, зокрема, пояснювалось швидким надходженням короткострокового іноземного капіталу. Враховуючи це, в кінці 1973 р. було розраховано і запроваджено грошовий агрегат, який зважував депозити відповідно до їх строковості, що призвело до визначення «грошової маси центрального банку». Цей монетарний агрегат розраховується за наступною формулою: готівка в обігу плюс депозити, зважені на рівень обов'язкових резервів.

Ураховуючи отриманий досвід, починаючи з 1975 р. Бундесбанк вдосконалив формулу розрахунку номінального якоря. Цей показник отримав назву «грошей центрального банку» і розраховувався як готівка в обігу плюс безстрокові депозити, строкові депозити терміном до 4 років та ощадні депозити й ощадні облигації терміном до 4 років, останні три компоненти зважувались на відповідний рівень обов'язкових резервів.

Кількісне значення таргету Бундесбанк оголошував в кінці календарного року на наступний рік і розраховувалося за формулою «кількісного» рівняння: величина реального зростання випуску та рівень інфляції дорівнюють величині зростання грошей й зміні (відповідно визначеній) швидкості обігу грошей. Бундесбанк встановлює рівень зростання таргету обраного монетарного агрегату (грошей центрального банку або М3) шляхом розрахунку зростання довгострокового потенціалу виробництва на наступний рік з додаванням рівня зміни ціни, який вважається немінучим, та відніманням розрахованої зміни тренду швидкості обігу грошей за рік.

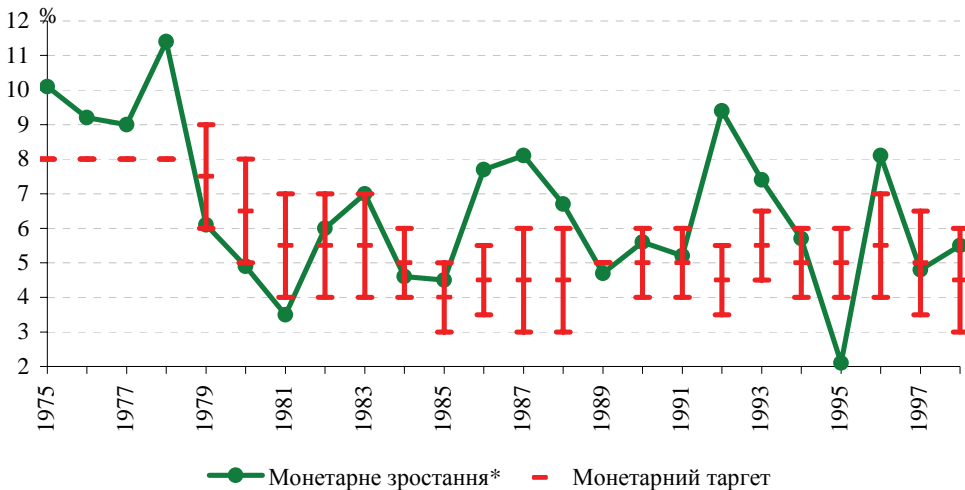
Так, наприклад, кількісне значення першого таргету (1975 р.) дорівнювало 8%. Якщо прийняти до уваги розрахунковий рівень реального зростання ВВП, який дорівнював 2% і значення інфляції у 6%, таргетування 8% можна інтерпретувати як «нейтральний» стан монетарної політики.

У 1986 і 1987 рр. сильна дойчмарка й історично низькі короткострокові процентні ставки призвели до більшого таргету зростання грошей центрального банку у 7,7% та 8% відповідно, у той час як М3 зросло на 7% та 6% протягом цих двох років. Такий розвиток спонукав Бундесбанк оголосити про перехід з 1988 р. на таргетування агрегату М3. Після того, як перший таргет М3 у 1988 р. було перевищено на 1%, таргет зростання М3 у 5% у 1989 р. було досягнуто майже точно, а саме – М3 зріс на 4,7% (рис. 3.3).

У кінці 1990 р. Бундесбанк оголосив таргет зростання М3 у 4–6% на 1991 р., вперше застосовуючи таргет на всю територію об'єднаної Німеччини. Але значні темпи падіння виробництва у східній Німеччині змусили Бундесбанк вперше змінити монетарний таргет за результатами огляду за півріччя. Таргет на 1991 р. було знижено на 1% до 3–5%. Проте за результатами року зростання М3 виявилось швидшим й зросло до 5,2% [268].

Передача 1 січня 1999 р. відповідальності за здійснення монетарної політики Євросистемі принесла переорієнтацію стратегії монетарної полі-

тики в Німеччині. Відтепер основою рішень монетарної політики в зоні євро орієнтована на стабільність стратегія Євросистеми. Вихідним пунктом нової єдиної монетарної політики стала специфікація конкретного значення основної мети – цінової стабільності. Вона визначається Радою керівників ЄЦВ як річне зростання гармонізованого індексу споживчих цін (НІСР) для зони євро нижче 2%.



\* Показником монетарного зростання до 1987 р. були гроші центрального банку, у 1988–1990 рр. – МЗ Західної Німеччини, з 1991 р – МЗ всієї Німеччини. Рівень монетарного зростання до 1978 рр. вимірювався рік до попереднього року, а після – четвертий квартал до четвертого кварталу попереднього року.

У 1991 р. діапазон монетарного зростання було знижено до 3–5% у липні.

**Рис. 3.3. Виконання монетарного таргету в Німеччині (1975–1998 рр.)**

Таргетування значення грошових агрегатів показало, що Бундесбанк бере на себе відповідальність за інфляцію, але тільки за ту її частину, що виникає через монетарну політику, тобто надмірне монетарне розширення. Варто відмітити, що Бундесбанк не оголошував інфляційний таргет на визначений термін, як роблять банки, що таргетують прогнозну інфляцію. Натомість щорічно центральним банком Німеччини оголошується грошовий агрегат, установлюється і публікується середньострокова інфляційна ціль (2%) та надається інформація стосовно власної політики й економічних результатів, необхідних для оцінки її виконання.

Узагальнюючи досвід країн, що запровадили режим монетарного таргетування, необхідно відзначити той факт, що кожен раз, коли відбувався конфлікт між досягненням таргету грошового агрегату та інфляційним таргетом (який називався «неминучою інфляцією», «ціновою нормою» або «середньостроковим передбаченням ціни»), центральні банки країн, що проводять монетарне таргетування завжди надавали перевагу досягненню цінової стабільності та свідомо не виконували таргетів монетарного

зростання. Серед переваг, режиму монетарного таргетування є можливість узгоджувати монетарну політику із розвитком внутрішньої макроекономічної ситуації; практично моментальна підзвітність монетарної політики; оперативність у прийнятті рішення щодо регулювання монетарної проміжної цілі. Проте ці переваги реалізуються, а, відповідно, монетарна політика у досягненні цінової стабільності буде ефективною, лише в умовах стабільного попиту на гроші та суттєвого впливу центрального банку на обсяги грошової маси в обігу. Виконання зазначених умов для центральних банків країн з відкритою перехідною економікою та процесами ремонетизації та структурними змінами в економіці і фінансових ринках, значною доларизацією та тінізацією є складним завданням. Зазначене, а також непередбачуваність залежності грошових агрегатів та цін робить монетарну політику недостатньо прозорою і є причинами обмеженості застосування центральними банками режиму монетарного таргетування.

### **3.1.3. Режим таргетування інфляції**

Враховуючи недостатню ефективність впливу центрального банку на головну стратегічну ціль – цінову стабільність за допомогою таргетування проміжних показників, на початку 90-х років ряд центральних банків світу запровадили у практику більш гнучкий режим грошово-кредитної політики – таргетування інфляції. За визначенням Європейського центрального банку, інфляційне таргетування – це стратегія монетарної політики, спрямована на підтримання стабільності цін і зосереджена на мінімізації відхилень у прогнозах інфляції від оголошеної інфляційної мети.

Запровадження режиму таргетування інфляції вимагає наявності низки інституційних передумов, які впливатимуть на ефективність його дії. Основними з них є:

1) Наявність достатньої незалежності центрального банку в питаннях розроблення монетарної політики, визначення кінцевих, проміжних, оперативних цілей та інструментів їх досягнення.

Відповідно до світової практики центральних банків, що впровадили режим таргетування інфляції, можна виділити два види незалежності – цільову і повну. Цільова незалежність є результатом надання центральному банку повноважень щодо застосування інструментів грошово-кредитної політики в тих межах, які необхідні для досягнення поставленої Урядом цілі. Такий вид незалежності можна відзначити в країнах Латинської Америки, Східної Європи і Азії – Бразилія, Колумбія, Перу, Мексика і Таїланд. Характерним для цих країн є автономія центрального банку щодо оголошення значення і терміну досягнення таргету. Такий номінально високий рівень незалежності пояснюється тим, що більшість із згаданих країн у різні періоди часу змушені були вирішувати проблему стрімкого зростання інфляції, яка була спричинена монетизацією дефіциту бюджету.



Для запобігання дії цього фактору інфляції за рекомендаціями МВФ були проведені заходи щодо підвищення незалежності центрального банку (у тому числі шляхом оголошення про перехід до режиму таргетування інфляції у нормативних актах).

Потрібно звернути увагу на той факт, що незважаючи на те, що номінально технічні характеристики встановлює центральний банк, це не означає повну інструментальну незалежність від Уряду у проведенні грошово-кредитної політики, так як до складу комітету, який приймає рішення щодо проведення грошово-кредитної політики, як правило включаються представники Уряду (перш за все Міністр фінансів). Між тим, відповідальність за дотримання таргету несе безпосередньо центральний банк країни.

Повна незалежність характеризується прийняттям центральним банком відповідальності за досягнення поставленої мети в поєднанні з майже необмеженою можливістю застосування інструментів грошово-кредитної політики. Такий вид незалежності спостерігається, перш за все, у таких розвинутих країнах як Норвегія, Австралія, Канада, Нова Зеландія та Великобританія. Характерним для цього виду незалежності є те, що основні технічні параметри встановлюються або урядом (відповідно до показників бюджету), або у вигляді домовленості після відповідних консультацій з Урядом. На наш погляд, така автономія центрального банку має більше переваг, ніж цільова незалежність. У цьому випадку процес прийняття рішень є більш прозорим, що дозволяє рівномірно розподілити відповідальність та скоординувати дії між Урядом і центральним банком.

2) Друга передумова є прямим наслідком попередньої і полягає у необхідності встановлення перед центральним банком лише однієї цілі.

Так, спільною рисою для усіх центральних банків країн, що впровадили режим таргетування інфляції є досягнення лише однієї цілі – цінової стабільності, і, як правило, це визначено нормативним актом, який регламентує діяльність центрального банку [241].

Важливо зазначити, що в розвинутих країнах, які першими запровадили інфляційне таргетування, відповідні зміни у законодавстві мали місце вже після його введення. Але для країн східної Європи, Азії і Латинської Америки визначення цінової стабільності, як єдиної цілі центрального банку було обов'язковою передумовою для впровадження режиму таргетування інфляції. В деяких країнах (перш за все індустріально-розвинутих) існує декілька цілей грошово-кредитної політики – стабільність національної валюти, платіжної системи, підтримка економічного зростання країни. Але і в цьому випадку обов'язково підкреслюється пріоритетність дотримання внутрішньої цінової стабільності перед іншими поставленими цілями [95; 102].

3) Наступна передумова полягає у необхідності аналізу результатів впливу інструментів монетарної політики. З цією метою важливим є наяв-

ність якісних економетричних моделей, які достовірно і на постійній основі описували б процеси, що відбуваються в економічній системі. Знання функціонування економічної системи і трансмісійного механізму навіть у високорозвинених країнах є завжди недосконалим, оскільки часові лаги і канали мають тенденцію змінюватися. Додаткову проблему становить непередбачуваний вплив глобалізаційних процесів, зокрема: динаміки цін на сировину та енергоносії, коливання попиту на експортні товари.

4) Добре розвинена система комунікацій центрального банку. Особливістю дії режиму таргетування інфляції полягає в обов'язковому наданні органами монетарної влади для суспільства об'єктивної і всебічної інформації про поточний стан інфляційних процесів, а у випадку відхилення від оголошеного таргету – чітких і однозначних пояснень щодо причин і вжитих заходів спрямованих на подолання такої ситуації. Це потребує обґрунтованої і чітко налагодженої системи інформаційних каналів, яка одночасно охоплювала б максимально широкі кола суспільства. До складу інструментів комунікації включаються: прес-релізи щодо змін основних інструментів монетарної політики, регулярні інфляційні звіти, виступи керівництва центрального банку, публічні дискусійні клуби і круглі столи, статті і огляди в наукових та публіцистичних виданнях, розміщення інформації на інтернет-порталах тощо.

Крім зазначених умов, макроекономічне середовище також повинно бути належним чином адаптоване до запровадження режиму інфляційного таргетування, що передбачає наявність:

1. Достатньо розвиненої фінансової системи і, в першу чергу, – високоліквідного ринку державних цінних паперів.

2. Зваженої бюджетної політики та її належної координації із монетарною політикою. Дефіцит бюджету завжди був і залишається одним з основних факторів, що впливає на рівень інфляції у країні. Взаємозв'язок зваженої бюджетної політики тісно переплітається з питанням автономії центрального банку, а отже, з можливістю проведення ним незалежної грошово-кредитної політики. Як показує практика країн, що розвиваються, рівень незалежності грошово-кредитної політики центрального банку прямо пропорційний зростанню дефіциту бюджету: чим більші проблеми з покриттям дефіциту бюджету, тим менша автономія центрального банку.

Індикаторами, що характеризують присутність проблем дефіциту державного бюджету є: факт існування прямих позик Уряду в центральному банку, низька ємкість внутрішнього ринку для розміщення необхідного обсягу державних облігацій, низька дохідна база бюджету. Позитивне значення цих індикаторів є прямим наслідком незваженої бюджетної політики, яка характеризується бюджетним дефіцитом, який за формою прояву є прихованим, за причинами виникнення – вимушеним, а за спрямуванням коштів – на поточні витрати. Наявність цих індикаторів вказує

на обмеження рівня незалежності центрального банку у виборі інструментів грошово-кредитної політики, що відповідно впливає на її ефективність впровадження стратегії таргетування інфляції.

Необхідність тісної координації між центральним банком і Урядом зумовлена тим, що розвинуті країни встановлюють цільовий орієнтир на тривалий термін (здебільшого 5 років), що суттєво знижує можливість центрального банку прогнозувати рівень інфляції без тісної координації з основними заходами економічної (перш за все фіскальної) політики.

3. Механізму ринкового регулювання цін, що означає відсутність або принаймні мінімізацію адміністративного регулювання цін.

4. Мінімізації впливу факторів, що мають непередбачений, але одночасно суттєвий вплив на попит грошей. Серед них необхідно зазначити – високий рівень фінансової доларизації в середині країни, залежність економічної системи від міжнародного руху капіталів та від попиту на експортну продукцію, вплив на рівень інфляції динаміки цін на енергоносії тощо.

Необхідно зазначити, що жодна з країн яка запровадила режим інфляційного таргетування не створила в повній мірі усі необхідні макроекономічні передумови. Разом з тим, це не мало суттєвого впливу на їх рішення так як реформування системи економічних відносин відбувалось вже під час дії цього монетарного режиму за відповідної підтримки з боку Уряду.

Як вже зазначалось, режим інфляційного таргетування є доволі складною системою взаємопов'язаних заходів спрямованих на досягнення публічно оголошеного таргету. Кожен з цих заходів (наприклад, перегляд базової процентної ставки) виступає не тільки як інструмент регулювання, але і є важливим джерелом інформації для суб'єктів господарювання відносно подальших заходів центрального банку. Тому оголошення інфляційного таргету супроводжується визначенням низки додаткових характеристик, які б надавали суб'єктам господарювання додаткову інформацію відносно якого часу центральний банк буде дотримуватися оголошеної цілі, який саме показник інфляції буде вибраний в якості таргету, наскільки він буде характеризувати цінову динаміку, в якому «коридорі» повинно знаходитися цільове значення; які заходи будуть застосовуватися органами державного регулювання у випадку відхилення від проголошеного значення рівня інфляції. Відповідь на ці та інші питання надається у визначенні технічних параметрів режиму таргетування інфляції серед яких обов'язковими для визначення є:

- горизонт таргету;
- вид таргету;
- числова інтерпретація таргету;
- процедура підзвітності і відповідальності центрального банку.

*Горизонт таргету.* Існує два підходи щодо визначення поняття горизонту таргетування. Відповідно до першого підходу [236; 259; 241] гори-

зонт таргетування це часовий період, протягом якого центральний банк має вплив на значення інфляції, тобто в даному розумінні під горизонтом таргетування мається на увазі часовий лаг, протягом якого центральний банк за допомогою інструментів грошово-кредитної політики впливає на рівень інфляції. В цьому випадку горизонт таргетування інфляції залежить від можливостей центрального банку прогнозувати результати дії монетарного трансмісійного механізму.

Другий підхід [241] визначає горизонт таргетування як термін часу, протягом якого центральний банк повинен утримувати поставлене Урядом або самостійно встановлене значення таргету. На відміну від першого підходу, другий підхід передбачає підзвітність центрального банку за дотримання визначеного рівня показника інфляції протягом горизонту таргетування.

Звичайно, обидва підходи взаємопов'язані між собою, причому перший підхід набуває вирішального впливу в країнах де центральні банки самостійно встановлюють значення таргету.

У країнах, де цілі і значення таргету встановлюються відповідно до середньострокових програм розвитку економіки, горизонт таргетування дорівнює 5 рокам і визначається: а) відповідно до терміну, протягом якого або Голова центрального банку займає свою посаду, або діючий Уряд є легітимним; б) відповідно довжині економічного циклу. До таких країн відноситься Австралія, Канада, Нова Зеландія, Велика Британія. Як видно в цьому випадку горизонт таргетування залежить, у першу чергу, від стабільності економічної і політичної системи країни, а також від можливості прогнозування розвитку економіки країни з боку Уряду. На *ex-ante* horizon покладено більш технічні функції, які полягають у висновках щодо впливу грошово-кредитної політики на стан економіки, а не наданні вирішального аргументу щодо можливості встановлення і дотримання центральним банком протягом певного періоду значення таргету.

Центральні банки країн, що самостійно (або після консультацій з Урядом) установлюють значення таргету, орієнтуються, по-перше, на власні можливості прогнозування рівня інфляції (відповідно до діючої моделі трансмісійного механізму), а по-друге, – на термін дії інших стратегічних документів (перш за все тих, що стосуються фіскальної політики), в яких зазначено прогноз основних макропоказників. Тому, не зважаючи на те, що горизонт таргетування встановлюються, як правило, на рівні трьох років, може бути запроваджена практика щорічного (короткострокового) встановлення значення таргету. Комбінація коротко і середньострокового горизонту таргетування характерна для країн з початково високим рівнем інфляції, недостатнім де-факто рівнем незалежності центрального банку.

Наступним параметром, який потребує визначення при переході до режиму таргетування, є *вид таргету*. В рамках цього необхідно розглянути два питання:

1. Який показник інфляції треба обрати в якості таргету?
2. Який числовий вигляд він повинен мати?

Вибір показника повинен вирішуватися відповідно до трьох основних питань:

1. Наскільки обраний показник адекватний тим процесам, які відбуваються в економіці країни (макроекономічний аспект).

2. Чи характеризує обраний показник інфляційні процеси з точки зору суспільства (комунікаційний аспект).

3. Яка процедура прогнозу обраного показника.

Згідно світового досвіду [246; 273; 288] існує два методи розрахунку показника цін, які обираються в якості таргету: індекс споживчих цін або так званий показник «базової» інфляції, який складається безпосередньо центральним банком.

Переваги від запровадження індексу споживчих цін, як цілі таргетування, полягають у тому, що:

1. Його визначення є універсальним для усіх розвинених країн світу.

2. Методологія його розрахунку не потребує додаткових пояснень для економічних агентів і є зрозумілою як для реального сектору економіки, так і для домашніх господарств (у загальному розумінні цей показник повинен характеризувати «вартість життя» [238].

3. Динаміка індексу споживчих цін є «адекватним» індикатором поточного стану економіки, тобто на відміну від «базової» інфляції цей показник змінюється відповідно до інших макро-показників, що дає можливість контролювати його значення в рамках економічної системи (особливо з точки зору впливу рівня цін на ВВП). На думку деяких дослідників [273] ця перевага індексу споживчих цін є вирішальною з точки зору вибору його в якості таргету.

Головним недоліком вибору ІСЦ в якості таргету є недосконалість методики його прогнозування (навіть у короткостроковому періоді), а також обмежені можливості центрального банку самостійно впливати на його значення.

Ця проблема вирішується шляхом вибору показника «чистої» інфляції в якості таргету. Таким чином центральний банк отримує можливість як прогнозувати його значення, так і впливати на нього. У загальному вигляді цей показник є цільовою функцією центрального банку, яка описує вплив грошово-кредитної політики на стан економічної системи.

На відміну від індексу споживчих цін, методику розрахунку показника «чистої» інфляції та його інтерпретацію важко зрозуміти суб'єктам ринку. Невипадково цей показник не обрали в якості таргету такі країни як Туреччина і Румунія [242]. Другим недоліком таргетування «базової» інфляції є неадекватність економічним процесам у середньостроковій перспективі. На думку деяких дослідників [236; 242], таргетування «базової» інфляції,

методологію розрахунку і прогнозування якої встановлює центральний банк, штучно відриває проведення грошово-кредитної політики від загальноекономічної програми розвитку. Третім недоліком є те, що органами статистики (не говорячи вже про різні дослідницькі організації) обов'язково публікують офіційно розрахований показник інфляції – індекс споживчих цін, який у середньостроковій перспективі може відхилятися від показника базової інфляції. У підсумку все це суттєво знижує рівень довіри суспільства до адекватності політики, яку проводить центральний банк, а відтак і до зниження ефективності політики інфляційного таргетування.

Взагалі, як показує досвід, введення центральним банком в якості таргету показника «базової» інфляції можливе протягом певного перехідного періоду. Яскравим прикладом такого підходу є, наприклад, Чехія, де спочатку (в період з 1997 по 2001 р.) було введено таргетування індексу «базової» інфляції, який не враховував близько 18% від індексу споживчих цін (у частині динаміки цін на оренду майна та енергоресурси). Починаючи з 2002 р., в якості таргету було введено індекс споживчих цін. Другим прикладом використання «базової» інфляції на початковому етапі є Нова Зеландія. Так, в пункті 2 Політичної угоди від 2 березня 1990 р. зазначено, що «таргетування інфляції повинно стосуватися цін товарів і послуг, які споживаються домашніми господарствами. Зараз, на жаль, індекс споживчих цін (що розраховується Державним департаментом статистики) не відповідає поставленим вимогам. Причиною цього є включення витрат на житло (у тому числі оренду)». А вже починаючи з Політичної угоди від 16 грудня 1992 р., стабільність цін визначається вже у «термінах СРІ» (пункт 2). Причому в цьому пункті надано пояснення, що цей показник обраний як такий, що є «найбільш зрозумілий для суспільства». Слід додати, що індекс споживчих цін в якості таргету зазначався в Політичній угоді від 10.12.1996 р. і від 17.09.2002 р., яка діє і по цей час. Виключенням була Політична угода від 15.12.1997 р., де в пункті 2 було зазначено, що «для досягнення цінової стабільності в якості таргету буде обрано індекс споживчих цін за виключенням кредитних послуг (СРІХ), який публікує Державний департамент статистики». Важливою особливістю даної Угоди є акцентування уваги на тому, що індекс, який обраний в якості таргету, розробляється і публікується Державним департаментом статистики, а не центральним банком країни. Однією з основних причин того, що Туреччина не вводила таргетування інфляції до 2006 р. є те, що турецька Агенція статистики змінила складові індексу споживчих цін відповідно до корзини споживання товарів і послуг з урахуванням сезонності у 2005 р.

Наступним параметром, який за своєю суттю є технічним, але в той же час пов'язує процес прийняття рішень з відповідальністю центрального банку за дотримання режиму таргетування інфляції, є вибір числової

інтерпретації таргету. Це питання полягає у визначенні допустимого значення на яке показник інфляції може відхилитися від заданого орієнтуру.

Більшість країн, що впровадили інфляційне таргетування, надали перевагу гнучкій числовій інтерпретації цілі, що передбачає знаходження показника інфляції у заздалегідь визначеному діапазоні. У межах такого підходу розрізняють два види діапазону – з оголошеним середнім значенням і лише з зазначеними граничними межами.

У деяких країнах (Колумбія, Чехія (період з 2001 – 2004), Таїланд, ПАР, Нова Зеландія) показник інфляції повинен знаходитися у визначеному діапазоні без уточнення середнього значення, яке, власне, і є числовим значенням таргету. Введення діапазону, як числової інтерпретації таргету, може бути пояснено з точки зору залучення цими країнами досвіду Нової Зеландії, де центральний банк в угоді з Урядом щодо дотримання рівня інфляції завжди зазначає саме діапазон, але не середнє значення. Цей підхід, крім зазначених країн, не отримав широкої підтримки.

Це пов'язано з тим, що по-перше, навіть за сприятливих умов, довгострокової стабільності і позитивних результатах від впровадження режиму таргетування інфляції, в суспільстві завжди буде присутня невпевненість щодо можливості центрального банку за допомогою інструментів грошово-кредитної політики регулювати рівень цін в країні [269]. Введення нечіткого числового діапазону (тобто без визначення середнього рівня) не дає можливості суспільству оцінити поведінку центрального банку. В даному випадку відхилення від середнього значення не може бути розцінено, як зростання ризику недотримання встановленого таргету. Така невизначеність може створити тиск на центральний банк як з боку Уряду, так і з боку економічних суб'єктів щодо обов'язковості утримання інфляції в межах діапазону, незважаючи на ймовірний вплив зовнішніх шоків. У підсумку це призведе до невиправданих втрат як центрального банку, так і економіки в цілому, падіння довіри суспільства, політичної кризи.

По-друге, вихід числового таргету за межі діапазону завжди створює більш негативне враження і занепокоєння у суспільстві, ніж відхилення від крапкового значення [239; 241].

По-третє, межі діапазону завжди сприймаються як «критичні» точки і наближення до них завжди буде знаходитися в епіцентрі уваги суспільства (принаймні ЗМІ і Уряду). Особливо це важливо у тому випадку, коли обраний короткостроковий горизонт таргетування.

Як видно, два останніх зауваження стосуються також числової інтерпретації таргету з визначеним середнім. Не зважаючи на це, більшість країн, що запровадили режим таргетування обрали саме такий числовий вигляд таргету – тобто числовий діапазон з оголошеним середнім значенням. Серед таких країн можна зазначити Бразилію, Канаду, Чилі, Чехію (починаючи з 2005), Угорщину, Ісландію, Перу, Польщу, Швецію. Значення

відрізка між центральним середнім значенням і межами коливається від 2,5% (Бразилія) до 1% (наприклад, Канада, Чилі). В останні два роки, особливо серед країн, що тільки впровадили режим інфляційного таргетування (Туреччина, Румунія) спостерігається подальша еволюція гнучкої інтерпретації інфляції – оголошення в якості цілі лише певне числове значення таргету, а так звану «зону невпевненості» (тобто фактично діапазон) зазначати в частині, що стосується можливих відхилень. Такий підхід не можна інтерпретувати як жорстку ідентифікацію таргету, тому що «зона невпевненості» має досить широкий числовий розмах. Крім цього процедура відповідальності за недотримання поставленого числового значення таргету обмежується лише публічним звітом щодо причин, які призвели до такого відхилення.

Незважаючи на зазначені недоліки, дослідники зазначають дві ключові причини на користь вибору гнучкої числової інтерпретації таргету. По-перше, в умовах недосконалості ринкових відносин (особливо в перехідних та трансформаційних економіках) важливо мати можливість проводити гнучку грошово-кредитну політику, метою якої може бути не тільки цінова стабільність, але і стабільність валютного курсу. По-друге, комбінування діапазону і горизонту таргетування може використовуватися як для проведення стабілізаційних заходів, так і для стимулювання економічного зростання, зниження безробіття тощо. Необхідною умовою для цього є чітке уявлення дії трансмісійного механізму протягом коротко- та середньострокового періоду, що не завжди можливо в умовах недостатньо розвинутої економіки.

Жорстка числова ідентифікація таргету виражається у оголошенні конкретного значення (крапки) і характерна для розвинутих країн, таких як Великобританія, Норвегія та ЄЦБ. Наприклад, в огляді монетарного режиму Великобританії зазначено, що «інфляція вище 2% так само є неприпустимою як і значення, що є нижче цього рівня».

Як вже зазначалось, переваги від запровадження жорсткої числової ідентифікації полягають у тому, що по-перше крапкове значення (особливо в поєднанні з середньостроковим горизонтом) є добрим орієнтиром для суб'єктів господарювання відносно перспектив щодо розвитку економічної ситуації в країні, а відтак – позитивно впливає на очікування суспільства, іноземних інвесторів; по-друге, встановлення крапкового значення є ознакою спроможності центрального банку не тільки передбачити розвиток економічної системи і впливати на її стан шляхом реалізації грошово-кредитної політики, але й займати провідне місце в інституціональній системі органів державного управління, що не потребує додаткової нормативно закріпленої незалежності центрального банку.



Характерними рисами режиму жорсткої числової інтерпретації цілі є, по-перше, відсутність обумовлених випадків<sup>12</sup>, коли фактичне значення інфляції може відхилитися від попередньо встановленого, по-друге, вузький коридор допустимих відхилень (не більше 1%), по-третє, крім пояснень, що спричинило відхилення від значення поставленої цілі надається перелік дій центрального банку, які необхідно здійснити з метою повернення інфляції до таргетованого значення.

І останнім, але не менш важливим за попередньо визначені технічні характеристики, є формат *підзвітності та відповідальності центрального банку* за дотримання встановленого значення таргету.

Як вже зазначалось, основою ефективності режиму таргетування інфляції є розуміння суспільством дій центрального банку, іншими словами центральний банк (за участю Уряду) повинен гарантувати цінову стабільність протягом визначеного часового горизонту шляхом реалізації власної грошово-кредитної політики. Враховуючи той факт, що показник інфляції (як власне і більшість інших статистичних показників) неможливо виміряти окремим суб'єктам господарювання апріорі буде присутня недовіра до його значення, яка поглиблюватиметься внаслідок недосконалої системи підзвітності та відповідальності центрального банку.

Система підзвітності складається з двох складових: нагляду керуючих органів державного управління і публікація звітів.

З точки зору інституційної підзвітності нагляд<sup>13</sup> за проведенням грошово-кредитної політики здійснюється Урядом (Канада, Великобританія, Ісландія, Таїланд), Парламентом (Угорщина, Чехія, Південна Корея, Польща, Швеція), а також одночасно обома гілками влади (Австралія, Чилі, Мексика, Нова Зеландія, Норвегія, ПАР). Подання звітів відбувається в середньому раз на місяць і його результати публікуються у ЗМІ. Іншими словами – оголошення рішень (але не протоколів їх прийняття!) щодо змін у грошово-кредитній політиці є інструментом комунікації центрального банку.

Відношення до цього як серед науковців, так і практиків неоднозначне. Це пов'язано з думкою, що така підзвітність є зайвою (центральні банки і без цього налагоджують комунікаційні канали шляхом проведення брифінгів, прес-конференцій, випуску прес-релізів тощо) і що більш важливо – може обмежувати інструментальну незалежність центрального

---

<sup>12</sup> Наприклад, внаслідок несподіваного зростання зовнішніх цін (Чехія, Нова Зеландія, Філіппіни, Польща, ПАР), різкі коливання непрямих податків (Швеція, Філіппіни, Нова Зеландія), коливання цін на продукцію аграрного сектору (Чехія, Філіппіни, Польща), несподіваний притік капіталу (ПАР), коливання цін на нерухомість тощо.

<sup>13</sup> У даному контексті нагляд розуміється як надання звіту центральним банком органам державного управління щодо рішень, які стосуються грошово-кредитної політики. Можливість впливу на самі рішення обмежені відповідно положення про інструментальну автономію центрального банку.

банку. В цілому така думка є слушною, з огляду на те, що це може створити тиск на окремих членів комітету, який приймає рішення щодо проведення монетарної політики, тому протоколи прийняття рішень публікують лише Корея, Польща та Великобританія, але з лагом біля 3 місяців (Польща і Корея). Решта країн публікує лише звіт, який має визначену структуру: надання оцінки виконання грошово-кредитної політики, передумови та фактори, що вплинули на рішення щодо зміни грошово-кредитної політики, ризики, які можуть вплинути на досягнення поставленого таргету.

Враховуючи той факт, що грошово-кредитна політика має такі важливі наслідки для суспільства, питання відповідальності за результат також потребує окремої уваги. Необхідно пояснити, що в даному контексті відповідальність приймає форму конструктивного обговорення, а не політичного тиску або репресій. Формат обговорення проблеми відхилення залежить від того, який орган державного управління встановлює таргет, – уряд, центральний банк або обидва інститути разом та від вигляду таргету.

Відповідальність і підзвітність центрального банку є не тільки і не стільки процес інформування про результати грошово-кредитної політики центральних органів законодавчої і виконавчої влади. Подання відповідного звіту передбачає публічну реакцію з їх боку у випадку, коли їх дії призводять до відхилення фактичного значення інфляції від таргету. Кінцевою метою є врегулювання причин порушення режиму, наслідком чого може бути зміна виду і значення таргету.

Важливим елементом підзвітності центрального банку і, одночасно, комунікаційної політики, є публікація Інфляційного звіту і Звіту з монетарної політики. Зазначені документи дають можливість суспільству не тільки отримувати інформацію про хід проведення центральним банком грошово-кредитної політики, але і формувати власні очікування щодо подальшого розвитку економіки країни. У свою чергу це накладає на центральний банк додаткову відповідальність відносно прозорості у проведенні проголошеної грошово-кредитної політики.

У цілому вибір режиму грошово-кредитної політики залежить від кола завдань, що поставлені перед органами державного управління, особливостями економічної системи та її місця в системі міжнародного розподілу продуктивних сил.

Безумовними перевагами режиму інфляційного таргетування та іншими режимами грошово-кредитної політики є:

- визначення номінального якоря, наслідки досягнення якого є зрозумілими для суспільства;

- гнучкість у виборі та застосування інструментів грошово-кредитної політики, що є безумовним стимулом подальшого розвитку фінансового ринку, стабілізації попиту на гроші.

Результати зазначеного режиму в значній мірі залежать від повноти інституційних і макроекономічних передумов, відсутність яких матиме, безумовно, негативний вплив на ефективність дії грошово-кредитної політики, орієнтованої на цінову стабільність.

### **3.2. Перспективи переходу Національного банку України до режиму монетарної політики, що базується на цінній стабільності**

На думку більшості дослідників [4; 95; 102; 142; 140; 230], які вивчали проблематику реформування грошово-кредитної системи, на сучасному етапі економічного розвитку України найбільш адекватним є режим таргетування інфляції. Але запропоновані підходи щодо механізму його запровадження мають розбіжності.

Так, узагальнюючи міжнародний досвід і результати досліджень як іноземних, так і вітчизняних дослідників, можна визначити два основних підходи.

Відповідно першого, вважається за необхідне, використовуючи накопичений міжнародний досвід і наявну інформацію про роботу вітчизняного механізму монетарної трансмісії, запровадити режим прямого інфляційного таргетування. Вихідною точкою повинно стати підписання спільного меморандуму між Урядом і оголошення в якості таргету одного зі значень індексу цін (швидше за все індекс споживчих цін). У подальшому передбачається відповідне удосконалення механізму інфляційного таргетування в результаті трансформації впливу інструментів монетарної політики на фінансовий ринок та реальний сектор економіки. Останнім і найбільш яскравим досвідом такого підходу є досвід Сербії.

Другий підхід є більш обережним і відповідно нього пропонується поетапний перехід до режиму таргетування інфляції в залежності від створення відповідних як макроекономічних та і інституційних передумов. Це впливає з того, що наразі існують суттєві ризики щодо отримання позитивних результатів так як майже всі суперечливі питання та передумови, необхідні для ефективного запровадження режиму інфляційного таргетування, знаходяться або поза межами впливу Національного банку України, або можуть вирішуватися ним тільки за участю інших органів державного управління.

Особливістю реалізації грошово-кредитної політики Національним банком України є те, що у вітчизняному правовому полі існують засади, відповідно яких можна зробити висновок щодо адекватності діючих законодавчих та правових актів умовам монетарного режиму, який базується на цінній стабільності.

По-перше, Національний банк України відповідно до Закону України «Про Національний банк України» має достатній рівень незалежності як в контексті гарантування незалежного статусу голови та членів правління Національного банку України, так і в оперативному виборі інструментів для досягнення поставлених цілей.

По-друге, згідно статті 24 Закону України «Про Національний банк України» Основні засади грошово-кредитної політики розробляються виходячи із значень обсягів валового внутрішнього продукту, рівня інфляції, розміру дефіциту державного бюджету та джерел його покриття, платіжного та торгового балансів, які затверджуються Кабінетом Міністрів України. Так, починаючи з 2006р. в Основних засадах грошово-кредитної політики акцент поступово зміщується в бік пріоритетності дотримання саме цінової стабільності грошової одиниці. Наприклад, в Основних засадах грошово-кредитної політики на 2009 р. зазначено, що «внутрішні аспекти стабільності національної грошової одиниці будуть розглядатимуться в контексті необхідності забезпечення цінової стабільності, головним критерієм якої слугуватиме динаміка індексу споживчих цін» [125]. Одночасно, Національний банк України поступово відмовляється від практики акцентування уваги в Основних засадах на публікації значень деяких макроекономічних показників, які можуть хибно трактуватися як орієнтири грошово-кредитної політики [123, 124, 125].

На нашу думку, рішення щодо переходу до нової монетарної стратегії повинно прийматися спільно з Урядом, з паралельним переглядом деяких нормативних актів, які стосуються насамперед координації грошово-кредитної і фіскальної політики і, що особливо важливо, – з чітко прописаним механізмом вирішення суперечок.

Крім зазначених проблемних питань, які можуть суттєво вплинути на ефективність запровадження режиму таргетування інфляції, необхідно назвати деякі особливості функціонування вітчизняної економічної системи, які потребують поетапного, еволюційного підходу до їх вирішення.

Однією з основних умов введення режиму таргетування інфляції є впровадження плаваючого валютного курсу. Однак, існує ряд факторів, які вимагають від Національного банку України підтримки відносної стабільності курсу гривні, що, у свою чергу, потребує подальшого здійснення інтервенцій на валютному ринку.

По-перше, стабільність економічного зростання української економіки знаходиться в значній залежності від стану експорту товарів і послуг. Швидкий перехід до режиму плаваючого валютного курсу може призвести до негативних наслідків, які будуть виражатися у зниженні конкурентоздатності вітчизняних підприємств на світових ринках. Результатом цього може бути гальмування зростання темпів реального ВВП, зниження ефективності або навіть відмова від проведення подальших реформ системи, що, у свою чергу, негативно позначиться на довірі населення до органів державного управління.

По-друге, наявність значного рівня доларизації фінансового і реального секторів економіки в сукупності зі зростанням валютних ризиків унаслідок різкої зміни режиму обмінного курсу може призвести до порушення існуючих фінансово-виробничих відносин між суб'єктами господарюван-

ня, посилення кредитних ризиків, наслідком чого може бути зниження рівня фінансової стійкості банківської системи.

Враховуючи наявну доларизацію, досить важко спрогнозувати як саму реакцію, так і її результати, внаслідок навіть незначних коливань обмінного курсу гривні до долара США. У будь-якому випадку стрімкий перехід до плаваючого обмінного курсу зі значним рівнем волатильності може призвести до зростання соціальної напруги.

Усунення проблеми фіскального домінування повинно відбуватися також поетапно. Це пов'язано з необхідністю запровадження ряду структурних реформ, що стосуються бюджетної політики, оскільки основною причиною наявності фіскального домінування в Україні є низький рівень дохідної бази бюджету і відсутність належного контролю за ефективністю використання бюджетних коштів. Причому на першому етапі необхідно вирішити концептуальні питання, що суттєво вплинуть на прозорість і передбачуваність бюджетної політики – здійснення вибору моделі бюджетних відносин і побудова бюджетної стратегії на середньостроковий період.

Як уже зазначалось, вирішення цих питань повинно відбуватися поетапно, в комплексі зі структурними реформами. При цьому монетарна стратегія, яка ґрунтується на цінній стабільності, є її невід'ємною складовою. Тому, з метою збереження адекватності грошово-кредитної політики, економічним перетворенням пропонується механізм поетапного переходу до використання інфляційного орієнтира як головної цілі грошово-кредитної політики.

Перший етап, на нашу думку, повинен полягати в запровадженні «спрощеного» режиму таргетування інфляції. Цей режим є перехідним і за цей період повинні бути створені необхідні передумови для запровадження монетарної стратегії, метою якої буде цінова стабільність.

Заходи, що пропонуються провести протягом першого етапу:

1. Укласти угоду між Урядом і НБУ щодо переходу до нової грошово-кредитної стратегії – таргетування інфляції. Обов'язковими пунктами цього документа повинні бути:

а) спільні цілі (Національного банку України і Уряду України), які необхідно досягти в результаті впровадження нової стратегії грошово-кредитної політики – таргетування інфляції;

б) перелік заходів з боку Уряду і НБУ, які будуть застосовані з метою дотримання проголошеного значення таргету;

в) основні заходи спільної комунікаційної політики Національного банку і Уряду, метою яких є підвищення інформативності громадськості про результати і можливі наслідки від проведення політики, основаної на цінній стабільності;

д) додаток до цього документа повинен включати план дій Уряду України і Національного банку України, які необхідно виконати в рамках переходу до повного таргетування інфляції. Серед них обов'язково повинні бути зазначені: а) комплексна програма «амністії» тінєвих коштів населення; б) спільні дії Уряду і Національного банку України, спрямовані

на зниження рівня доларизації економіки; в) заходи, які спрямовані на реформу вітчизняного фондового ринку. Основною метою Національного банку при проведенні цієї реформи повинно бути поетапне розширення участі банків у роботі фондового ринку. У межах цієї програми необхідно передбачити створення центральної депозитарної системи, розширення обсягів операцій на внутрішньому ринку державних боргових зобов'язань, заборону банкам бути закритими акціонерними товариствами, впровадження обов'язкового продажу акцій на відкритих ринках.

2. Створити й опублікувати стратегічний документ відповідно до якого буде визначений об'єкт (індекс споживчих цін) монетарної політики і його основні технічні характеристики протягом середньострокового періоду (3 роки). Основою для створення цього документа повинні бути: а) середньострокова концепція (або стратегія) державної бюджетної політики (не менше ніж на три роки), яка містила б узгоджене цільове значення ключових макроекономічних показників економічного розвитку, б) меморандум між Урядом і НБУ.

3. Розпочати публікацію Національним банком України поточного значення і прогноз показника інфляції, який вибраний у якості таргету.

4. Вжити заходи, які спрямовані на посилення ролі процентної політики в системі грошово-кредитного регулювання у поєднанні з поступовою лібералізацією регулювання валютного ринку.

5. Розробити програму розвитку системи альтернативних напрямів розміщення населенням фінансових активів, якими можуть виступати активи громадських фондів (пенсійних, фондів страхування та інших).

Як показує світовий досвід, жодна країна з перехідною економікою, що запровадила режим таргетування інфляції, не відмовилась одночасно від підтримки режиму керованого обмінного курсу. Це пов'язано з тим, що на початкових етапах переходу до режиму повного таргетування інфляції, з метою зниження негативного ефекту внаслідок різких структурних змін, необхідним є дотримання стабільності обмінного курсу, що, у свою чергу, потребує достатнього обсягу золотовалютних резервів. Таким чином, необхідним є поступове збільшення резервів у заздалегідь визначених обсягах за допомогою проведення інтервенцій на валютному ринку. З часом, внаслідок зростання впливу Національного банку України на значення показника інфляції, почнеться зменшення обсягів валютних інтервенцій. Обмежене застосування валютних інтервенцій як інструмента монетарної політики поряд з поступовим і запланованим зростанням рівня волатильності обмінного курсу створить передумови для переходу до режиму гнучкого обмінного курсу.

Успішне впровадження нової монетарної стратегії призведе до покращення прогнозованості розвитку економічної системи, що, у свою чергу, збільшить попит реального сектору на інвестиції. У зв'язку з цим необхідно поетапно розпочати процес лібералізації системи валютного регулювання у розділах, що стосуються:

- а) правил торгівлі іноземною валютою та банківськими металами;
- б) порядку переміщення, переказування і пересилання резидентами та нерезидентами національної валюти через митний кордон;
- в) правил вивезення, переказування і пересилання іноземної валюти фізичними особами-резидентами за межі України.

Темпи та спрямованість лібералізації системи валютного регулювання будуть залежати від впливу різних чинників, які справлятимуть неоднороззначний вплив на внутрішню пропозицію грошей та попит на них: зміна динаміки обмінного курсу гривні, обсяг і структура іноземного капіталу, динаміка доларизації, попит на вітчизняні експортні товари.

У разі наявності стійкого позитивного сальдо торговельного балансу та суттєвого притоку спекулятивного іноземного капіталу може зрости тиск на значення реального ефективного курсу в бік його зміцнення. Це може мати негативні наслідки для зростання економіки та сприяти закріпленню сировинної спрямованості українського експорту. Для запобігання цьому Національний банк буде змушений здійснювати позапланові інтервенції на валютному ринку, які також можуть спричинити інфляційний тиск унаслідок збільшення грошової бази.

Враховуючи це, в поєднанні з лібералізацією валютного регулювання, необхідно одночасно вжити заходів, спрямованих на стримування притоку короткострокового капіталу, а також регулювання відтоку надлишкового капіталу. Відповідно до міжнародного досвіду найбільш ефективними серед них є:

- введення безпроцентних обов'язкових резервних вимог на окремі групи іноземного капіталу;
- вдосконалення механізму регулювання позик, інвестицій та капітальних вкладень з-за кордону в частині встановлення мінімального строку протягом якого капітальні вкладення повинні залишатися у країні. Термін повинен переглядатися і відповідати напрямкам руху капіталу;
- впорядкування і підвищення ефективності регулювання механізму випуску і обігу за кордоном боргових зобов'язань фінансових установ (у першу чергу банків).

Поєднання цих заходів дозволить урівноважити небезпечний вплив короткострокового капіталу на стабільність фінансової системи за допомогою налагодження заходів, спрямованих на регулювання як притоку, так і відтоку капіталу з країни.

Важливим результатом лібералізації валютного регулювання повинна бути поступова трансформація функції валютного каналу, як основного каналу зростання пропозиції грошей і підвищення ролі процентного каналу в дії трансмісійного механізму.

В умовах відсутності достатньо розвиненого фондового ринку, Національний банк України буде змушений впливати на структурну ліквідність за допомогою механізму обов'язкового резервування. Його вплив на регулювання пропозиції грошей буде зменшуватися пропорційно зростанню обсягів операцій на відкритому ринку, які, у свою чергу, залежатимуть від

результатів проведених реформ, спрямованих на розвиток ринку державних цінних паперів.

Підвищення ефективності функціонування «коридорної» системи процентних ставок, яка полягає у звуженні «коридору» між офіційними процентними ставками на тлі загального зниження процентних ставок призведе до активізації дії процентного каналу трансмісійного механізму. Процентні ставки, які відповідають нижній і верхній межі «коридору», будуть сприйматися як «штрафні», і операції за ними будуть проводитися один раз у кінці операційного дня. Наслідком цього буде надання банками переваги операціям на щотижневому тендері за базовою ставкою.

Важливим елементом покращення прогнозованості й ефективності монетарної політики буде відновлення регулярного перегляду значення облікової ставки Правлінням НБУ (або іншим органом, який буде приймати відповідні рішення) й інформування суспільства про його значення.

На нашу думку, очікуваними результатами першого етапу буде:

- номінальний обмінний курс стане більш гнучким, використання інтервенцій як інструмента впливу на коливання валютного курсу поступово зменшиться;

- значення «базової» інфляції, що розраховується Національним банком України буде знаходитися в межах заздалегідь визначеного «коридору», при цьому суттєво не відхиляючись від значення індексу споживчих цін;

- посилення впливу процентної політики на регулювання монетарних і економічних процесів у країні;

- збільшаться обсяги, кількість операцій та перелік учасників на ринку державних цінних паперів і фондовому ринку в цілому;

- поступово розпочнеться скорочення рівня доларизації, оскільки, з одного боку, зросте рівень валютних ризиків, а з іншого – відбудеться зниження процентних ставок за кредитами в національній валюті.

Ціллю другого етапу є перехід до режиму повного таргетування інфляції. Для цього необхідним є проведення наступних заходів:

- заява про перехід до повного таргетування інфляції у стратегічному документі НБУ, в якому проголошувалося про середньострокові цілі монетарної політики з зазначенням технічних параметрів впровадженого режиму: цілі, горизонту;

- здійснення валютних інтервенцій лише з метою врегулювання значної волатильності обмінного курсу.

У свою чергу, перехід до плаваючого обмінного курсу вимагатиме впровадження таких заходів, спрямованих на подальшу лібералізацію операцій з руху капіталу:

- скасування системи ліцензування операцій по здійсненню прямих інвестицій за кордон для усіх не фінансових підприємств;

- скасування системи ліцензування для приватних інвесторів, які здійснюють управління портфелем цінних паперів через спеціалізовані фінансові інститути;



– впровадження довгострокових операційних ліцензій для спеціалізованих фінансових інститутів, які здійснюють портфельні інвестиції у цінні папери нерезидентів. Цінні папери (акції й облігації), які складають портфель, повинні відповідати рейтингу не нижче «А» за класифікацією провідних агентств світу;

– впровадження механізму реалізації цінних паперів нерезидентів резидентам через купівлю депозитарних розписок, які будуть випущені на ці цінні папери;

– відміна ліцензування відкриття рахунків фізичними особами-резидентам в іноземних банках, за умови, що ці банки мають рейтинг провідних агентств не менше А.

Серед обмежень при проведенні валютних операцій необхідно залишити ті, що пов'язані з економічною безпекою країни. Наприклад, розрахунки за окремими експортно-імпортними операціями, що пов'язані з бартером сировини. Заходи, що стосуються використання гривні в міжнародних розрахунках, наприклад, надання нерезидентам запозичень у національній валюті, отримання резидентами кредитів у національній валюті від нерезидентів, можуть суттєво вплинути на стабільність грошової одиниці, тому їх впровадження повинно розглядатися лише в поєднанні з економічною необхідністю і безпекою країни.

У результаті розвитку ринку державних цінних паперів (як первинного, так і вторинного) основним інструментом регулювання структурної ліквідності стануть операції на відкритому ринку. Поточну ліквідність Національний банк України буде регулювати за допомогою операцій з постійно доступними інструментами – операціями з розміщення депозитних сертифікатів, надання кредитів рефінансування шляхом проведення тендеру, а також кредитів «овернайт».

У результаті зростання ролі процентного каналу трансмісійного механізму зміняться основні показники і характер дії каналу очікувань. Як показує практика країн з ефективною дією інструментів грошово-кредитної політики, часто очікування щодо змін ключових монетарних ставок впливає на процентні ставки. Коли політика центрального банку збігається з очікуваннями на суб'єктів господарювання, то останні отримують «сигнал», який вказує на «подібність» оцінки економічного розвитку центральним банком і суспільством. Але «сигнал» є ще яскравішим, якщо Банк приймає рішення щодо зміни процентної ставки, що відхиляється від ринкових очікувань (або якщо не приймає рішення, на яке очікує ринок). За таких обставин учасники ринку відчують, що центральний банк оцінює макроекономічний розвиток інакше і це підштовхує їх до переоцінки власного прогнозування процентної ставки. Наявність такої характеристики вказує на прозорість і передбачуваність у проведенні центральним банком власної грошово-кредитної політики.

Основними результатами другого етапу повинно стати: прозорість та ефективність впливу процентної політики Національного банку на ринкові процентні ставки, зниження вартості кредитних ресурсів, зростання обсягів

іноземних, і в першу чергу прямих, інвестицій, прогнозована в середньостроковій перспективі бюджетна політика та стабільний рівень цін. У сукупності це створить підґрунтя для сталого розвитку в довгостроковій перспективі.

Таким чином, серед позитивних наслідків можливого введення режиму інфляційного таргетування в Україні можна назвати:

1. Забезпечення стабільного економічного розвитку у довгостроковій перспективі.

Економічне зростання, яке спостерігалось до останнього часу, відбувалось переважно за рахунок орієнтованих на експорт підприємств металургійної та хімічної галузей. Незважаючи на переваги такої економічної політики, необхідно зазначити, що надмірна експортна орієнтованість несе суттєві ризики для економіки, які посилюються через брак контролю за зовнішніми факторами – кон'юктурою світового ринку і попитом на експортну продукцію з боку іноземних споживачів. Противагою таким процесам є стимулювання розвитку внутрішнього ринку, що неможливо здійснити без контролю за темпами підвищення цін у середньо- і довгостроковій перспективі. Запровадження режиму інфляційного таргетування сприятиме істотному зростанню реальних доходів громадян та може змінити структуру споживчого кошика населення внаслідок підвищення попиту на товари з високою доданою вартістю.

2. Забезпечення додатковими механізмами стійкості економічної системи відносно зовнішніх шоків і зміна попиту на гроші. Цього можна досягти внаслідок дотримання оптимальних (відповідно до поточної економічної кон'юктури) вартісних показників національної валюти (відносно внутрішніх цін, іноземних валют і цін на кредитні ресурси) та досягнення максимального рівня керованості руху коштів у всіх секторах економіки, що і є прямим наслідком впровадження режиму таргетування інфляції.

Також результатом дії режиму інфляційного таргетування можна очікувати поступове зниження процентних ставок за кредитами банків, а відтак і розширення джерел фінансування підприємств і додаткового стимулювання економічного розвитку.

3. Підвищення довіри населення до органів державного управління, що є одним із найвпливовіших факторів формування інфляційних очікувань. Як показують результати опитувань серед підприємств і населення, оцінки змін економічної кон'юктури й інфляційних очікувань, відчуття загальної нестабільності в країні є, на думку респондентів, основною причиною зростання цін. У цілому, такі погляди формують негативні інфляційні очікування, підґрунтям яких є недовіра до дій органів центрального управління у цілому. Проте Національний банк, порівняно з іншими органами центрального управління, має найвищий рейтинг довіри як з боку населення, так і з боку підприємств. Це створює підґрунтя для формування інструментів і механізмів впливу з боку Національного банку на рівень інфляційних очікувань.

## **РОЗДІЛ 4**

### **ПРОБЛЕМНІ ПИТАННЯ РЕАЛІЗАЦІЇ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ В УКРАЇНІ**

#### **4.1. Монетарний трансмісійний механізм**

##### **4.1.1. Теоретичні засади трансмісійного механізму грошово-кредитної політики**

Сучасний етап розвитку економіки України висуває нові вимоги до економічної політики держави, які полягають у необхідності зміщення акцентів з експортної орієнтації економіки на активізацію та стимулювання розвитку внутрішнього ринку. Грошово-кредитна політика Національного банку України, як складова частина економічної політики країни, має забезпечити відповідне монетарне підґрунтя для стабільного соціально-економічного розвитку – цінову стабільність та низьку інфляцію у довгостроковому періоді.

З огляду на цю нагальну необхідність, науковці та практики нині активно обговорюють проблеми і перспективи наміченого переходу до нового і, як свідчить світовий досвід, ефективнішого режиму грошово-кредитної політики – інфляційного таргетування. Водночас на практиці, відповідно до завдань щодо поступової підготовки до переходу до режиму монетарної політики, що базується на цінній стабільності відповідно до Основних засад грошово-кредитної політики, починаючи з 2002 р., створюються передумови, необхідні для успішного його запровадження.

Одна з таких передумов – наявність ефективного механізму монетарної трансмісії та його моделі. Остання кількісно описує та визначає математичними методами причинно-наслідкові залежності макроекономічних показників розвитку економіки від результатів застосування інструментів монетарного регулювання. Як інструмент кількісного аналізу, модель монетарного трансмісійного механізму в Україні має адекватно відобразити зв'язки між грошово-кредитною політикою Національного банку України і реальним сектором економіки та слугувати надійним підґрунтям для прийняття управлінських рішень з метою досягнення поставлених цілей.

Реалізації цього завдання повинні передувати глибокі теоретико-методичні й практичні дослідження, спрямовані на чітке розуміння сутності трансмісійного процесу і механізму дії трансмісійних каналів.

Зазначимо, що механізм впливу монетарної політики на реальний сектор економіки, був об'єктом вивчення багатьох дослідників і наукових шкіл. Вперше концепцію трансмісійного механізму сформулював Дж.М. Кейнс: трансмісійним або передавальним механізмом він назвав систему змінних, через яку пропозиція грошей впливає на економічну активність [68].

Сучасне трактування економічної сутності механізму монетарної трансмісії суттєво різниться від класичного кейнсіанського формулювання. За найпоширенішим визначенням монетарну трансмісію розуміють як процес послідовної передачі імпульсів грошово-кредитної політики центрального банку на макроекономічні змінні [64; 218]. З позиції структурної побудови монетарний передавальний механізм – це сукупність каналів, тобто ланцюгів макроекономічних змінних, якими передається вплив змін у грошово-кредитній політиці [75].

Цю своєрідну ланцюгову реакцію трансмісійного процесу розглядають як етапну передачу монетарних імпульсів. Дослідники монетарної трансмісії не дійшли єдиної думки стосовно її етапів та механізму дії. Процес монетарної трансмісії, зокрема окремі автори [64] поділяють на дві стадії. На початковому етапі зміни в грошовій базі відображаються у змінах рівня загальної ліквідності банків, процентних ставок, валютного курсу, цін на фінансові активи та умови кредитування. У подальшому зміни, які відбулись у фінансовій кон'юнктурі зумовлюють зміни у витратах фірм і домогосподарств, що, у свою чергу, впливає на реальну економічну активність суб'єктів господарювання.

Російські вчені виділяють три фази розвитку, які проходять імпульси змін, що передаються економіці грошово-кредитною політикою. На першій фазі інструменти центрального банку впливають на ринкові процентні ставки та валютний курс. На другій – відбувається корекція цін на фінансові активи, яка впливає на витрати домогосподарств і фірм. На цьому етапі зміни, що відбулися в реальному секторі економіки, повертаються до фінансової системи через зміни в структурі балансів позичальників, відбувається повторне коригування ринкових процентних ставок. Протягом третьої фази спостерігається макроекономічна адаптація показників темпів економічного зростання, безробіття, інфляції і заробітної плати [75; 110].

Неоднозначність у розумінні дослідниками етапів дії механізму монетарної трансмісії зумовлена його складністю. Виділити й відстежити ці етапи непросто з огляду на такі феномени, як часові лаги та зворотні зв'язки між діями монетарної влади й реакцією економіки, а також через невизначеність та очікування суб'єктів економіки, що вносять викривлення в реакцію економічної системи.

На нашу думку, в процесі дії передавального механізму грошово-кредитної політики чітко простежується два етапи, а точніше – сфери його дії – фінансовий і реальний сектори економіки (рис. 4.1). Дія механізму монетарної трансмісії у фінансовому секторі економіки полягає у сукупному впливі інструментів грошово-кредитної політики на ринкові процентні ставки (на міжбанківському ринку, за кредитами і депозитами, на ринку цінних паперів), валютний курс, що позначається на обсягах депозитів та кредитів. У реальному секторі економіки – зміни на фінансовому

ринку відображаються на витратах підприємств і домогосподарств та на сукупному попиті, відбувається корегування темпів економічного росту, інфляції та інших макроекономічних змінних.



**Рис. 4.1. Сфери дії трансмісійного механізму грошово-кредитної політики**

У цілому економічну категорію «монетарний трансмісійний механізм» розуміємо як відносини, пов'язані з передачею змін у використанні інструментів грошово-кредитної політики центрального банку на фінансову кон'юнктуру і в подальшому – на макроекономічні змінні, які відображають стан розвитку реального сектору економіки через складну сукупність каналів (ланцюгів проміжних змінних) та зв'язків прямої й зворотної дії. Таке визначення, на нашу думку, найбільш повно відображає економічну сутність монетарної трансмісії з огляду на її структуру, етапність дії та складність зв'язків між змінними передавального механізму.

Як зазначалося, вплив монетарної політики центрального банку на перебіг економічних процесів у країні передається певними каналами, які в сукупності формують структуру передавального механізму грошово-кредитної політики. Класична кейнсіанська модель трансмісійного механізму базується на дослідженні впливу лише одного каналу – процентного, в той час як сучасні моделі механізму монетарної трансмісії центральних банків країн світу характеризуються структурною різноманітністю.

Слід зазначити, що кожен центральний банк розробляє модель трансмісійного механізму грошово-кредитної політики з урахуванням націона-

льних особливостей економіки, основними з яких є масштаб економіки країни, її відкритість, рівень розвитку і структура фінансового ринку, інструментарій та цілі монетарної політики, конкретні економічні умови країни тощо. Ці особливості відображаються в тих чи інших каналах передавального механізму грошово-кредитної політики.

Результати дослідження [250] свідчать про те, що в усіх моделях монетарної трансмісії таких країн Європи як Бельгія, Німеччина, Іспанія, Греція, Франція, Ірландія, Італія, Нідерланди, Австрія, Португалія, Фінляндія, а також у моделі монетарного трансмісійного механізму Європейського Центрального банку присутні канал валютного курсу, кредитний канал та канал заміщення (відображає залежність заощадження і споживання населення від процентної ставки). Розвинутий фінансовий ринок, у тому числі ринок цінних паперів, та активна участь на ньому усіх економічних суб'єктів розширює можливості центральних банків щодо реалізації монетарної політики через канал добробуту, характерний для передавальних механізмів більшості зазначених країн. Цей канал описує вплив процентної ставки на ціни довгострокових активів (цінних паперів, нерухомості, дорогоцінних металів), а відповідно й на стан добробуту та споживання економічних суб'єктів.

Моделі монетарних трансмісійних механізмів постсоціалістичних країн, зокрема, Казахстану, Росії, Білорусії, характеризуються спрощеною структурою. Приміром, складовими механізму монетарної трансмісії Казахстану включає в себе такі основні канали, як кредитний, валютний та грошовий. Останній канал відображає вплив інтервенцій центрального банку на грошову базу і масу, які у свою чергу впливають на обсяг кредитування економіки та ВВП [73]. Складовими білоруської моделі трансмісійного механізму є кредитний, валютний та процентний канали [64]. Російські вчені емпірично доводять наявність у монетарному передавальному механізмі Росії каналів валютного курсу, банківського кредитування та монетаристського (характеризує ефект, який здійснює грошова пропозиція на ціни активів) [110].

Узагальнення наукових праць, у яких висвітлено результати досліджень трансмісійних механізмів у зарубіжних країнах, засвідчило, що дослідникам бракує єдності у трактуванні сутності каналів передавального механізму грошово-кредитної політики, розумінні механізму їх дії та змінних, які характеризують дію того чи іншого каналу. Загалом, будь-який поділ на канали механізму впливу монетарної політики на економіку умовний. Насправді економічні реалії – дуже складні, тому спроба виділити певні канали впливу змін у політиці центрального банку на економіку є спрощенням реальної ситуації, спричиненим необхідністю абстрагуватися від надто великої кількості умов, які впливають на взаємозв'язки монетарних і макроекономічних змінних. Аби забезпечитися від створення неадек-

ватної вітчизняної моделі, необхідно виявити якомога більше окремих взаємозв'язків грошово-кредитних і макроекономічних змінних, які можна використати, оцінюючи передавальний механізм в конкретних економічних умовах.

Щодо моделі трансмісійного механізму монетарної політики в Україні, то нині вона знаходиться на етапі розробки [138], успішність завершення якого великою мірою визначається обґрунтованістю її структури, тобто системи каналів, які відображають специфіку дії вітчизняного монетарного трансмісійного механізму.

Проведені теоретичні дослідження, аналіз сучасних економічних передумов та узагальнення існуючих підходів до вивчення механізму монетарної трансмісії в Україні дали змогу виділити в структурі монетарного передавального механізму канали процентної ставки, цін активів, кредитний канал і канал очікувань економічних суб'єктів (рис. 4.2).

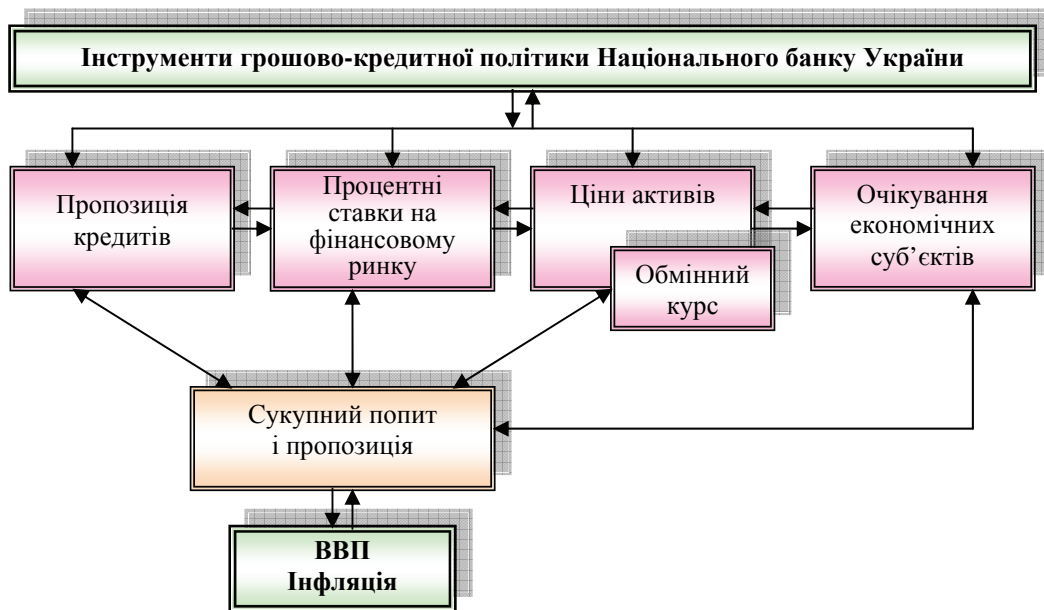
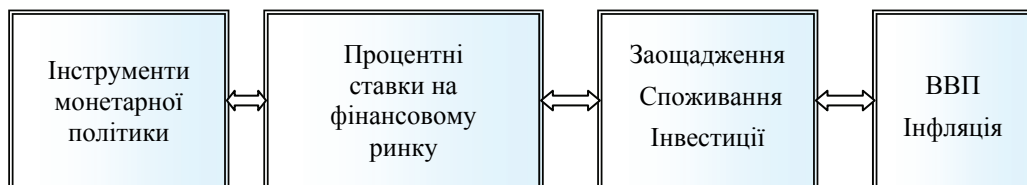


Рис. 4.2. Загальна схема механізму монетарної трансмісії в Україні

**Процентний канал** монетарної трансмісії традиційно вважається головним каналом передавального механізму й описує вплив центрального банку на економіку через регулювання процентних ставок. Дія цього каналу полягає у тому, що зміна грошово-кредитної політики, насамперед через офіційну облікову ставку, прямо впливає на короткострокові ставки на фінансовому ринку, і через криву дохідності – на довгострокові. З певним часовим лагом її вплив поширюється на ставки комерційних банків для економічних суб'єктів, тим самим – на інтенсивність переміщення

капіталу між різними сегментами фінансового ринку, заощадження, інвестиції, споживання, тобто на зміну сукупних витрат і попиту, а, отже, – і на темпи зростання економіки, зайнятість та інфляцію (рис. 4.3).



**Рис. 4.3.** Спрощена схема дії процентного каналу монетарного трансмісійного механізму

*Канал цін* активів зосереджує увагу на впливі грошово-кредитної політики на реальний сектор економіки через зміну відносних цін фінансових і реальних активів.

Зміни у монетарній політиці центрального банку позначаються на процентних ставках грошового ринку, які у свою чергу впливають на економіку через зміну цін на активи – цінні папери, іноземну валюту, нерухомість та інші активи. При зниженні процентних ставок грошового ринку ціни на активи, за інших рівних умов, зростають, оскільки зі зменшенням процентних ставок зменшується дохідність грошей як активу. Економічні суб'єкти починають шукати альтернативні об'єкти вкладення капіталу, при цьому інвестиційні рішення приймаються з урахуванням дохідності різних фінансових і реальних активів.

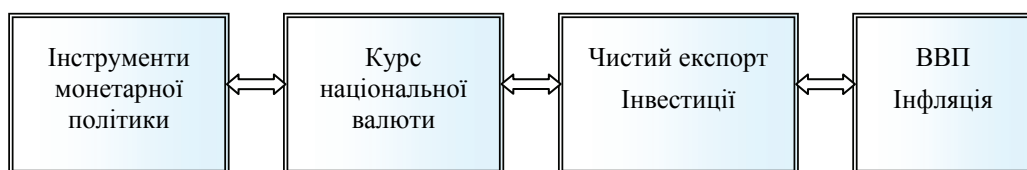
Нині важливим інвестиційним об'єктом для вітчизняних суб'єктів економіки став ринок нерухомості, який характеризується динамікою прискореного зростання. Причому ціни на ринку нерухомості зростають темпами, що значно перевищують темпи зниження процентних ставок на грошовому ринку. Поряд з цим ринок цінних паперів залишається нерозвиненим і не бере через канал цін активів належної участі в механізмі монетарної трансмісії.

Канал цін активів у передавальному механізмі грошово-кредитної політики в Україні має й іншу особливість. Вона зумовлена відкритістю економіки країни та наявним монетарним режимом, який базується на «якірній» прив'язці до обмінного курсу та орієнтованості передусім на зовнішню складову стабільності національної валюти. Зазначена особливість виявляється у важливому значенні валютних активів у складі каналу цін активів монетарного трансмісійного механізму та в особливій ролі валютної політики Національного банку України. Так, операції Національного банку України на валютному ринку стали основним каналом емісії гривні в Україні, питома вага якого становила у 2005–2007 рр. відповідно 81,7%, 62,6 та 94,3%.



З огляду на це, багато дослідників питань монетарної трансмісії в Україні [14; 138] окремо виділяють канал валютного курсу. На нашу думку, його доцільно розглядати у складі каналу цін активів, оскільки готівка, у тому числі іноземна, поряд із цінними паперами, нерухомістю тощо є складовою активів суб'єктів економіки. Проте, зважаючи на нерозвинутість фондового ринку, а також на відсутність систематизованої статистичної бази даних щодо розвитку ринків цінних паперів та нерухомості, подальше емпіричне дослідження здійснюватиметься на основі однієї складової каналу цін активів – каналу валютного курсу.

Канал валютного курсу відображає вплив грошово-кредитної політики на сукупний попит і пропозицію через зміну курсу національної валюти та характеризує чутливість внутрішніх цін до курсових змін (рис. 4.4).



**Рис. 4.4.** Спрощена схема дії валютного каналу монетарного трансмісійного механізму

Зміна курсу національної валюти впливає на сукупні витрати суб'єктів економіки двома шляхами: через ефект змін відносних цін та балансовий ефект. Ефект зміни відносних цін проявляється у зміні попиту на вітчизняні товари і послуги, які при зміцненні курсу національної валюти стають дорожчими порівняно з імпортними товарами. Це спричиняє зміни у сукупному попиті в економіці, а відповідно і в обсягах чистого експорту, який є невід'ємною складовою валового внутрішнього продукту країни. Слід зазначити, що вплив монетарної політики на економіку через канал обмінного курсу виявляється не лише через сукупний попит і пропозицію, а й через економічні очікування підприємств і населення. Балансовий ефект зміни обмінного курсу національної валюти пов'язаний із наявністю у суб'єктів економіки зобов'язань в іноземній валюті. Якщо ці зобов'язання не покриваються повністю активами в іноземній валюті, зростання курсу може призвести до змін власного капіталу і витрат на обслуговування зобов'язань в іноземній валюті.

**Кредитний канал** – один із основних каналів у механізмі монетарної трансмісії багатьох країн, особливо країн із банкоцентричною фінансовою системою, в яких фінансові ресурси перерозподіляються переважно через банківський сектор. В українській фінансовій системі основним фінансовим посередником є банківський сектор, що засвідчує наявність каналу банківського кредитування у монетарному трансмісійному механізмі.

Кредитний канал відображає вплив грошово-кредитної політики центрального банку на доступність ресурсів на кредитних ринках. Він базується на припущенні, що центральний банк впливає інструментами грошово-кредитної політики на зміну пропозиції кредитних ресурсів, передусім через зміну обсягів вільних резервів банківської системи (рис. 4.5).



**Рис. 4.5.** Спрощена схема дії каналу банківського кредитування механізму монетарної трансмісії

*Канал очікувань* характеризує вплив змін у грошово-кредитній політиці на очікування економічних агентів стосовно майбутніх цін та макроекономічної ситуації, і відповідно на їхні рішення щодо споживання, заощаджень, інвестицій, виробництва.

Слід зауважити, що операції центрального банку більшою мірою впливають на короткострокові ставки на грошовому ринку, для яких вони є сигнальними. Реакція ж ставок грошового ринку із довшим терміном на зміну в застосуванні монетарних інструментів залежить від ринкових очікувань, тривалості їх підтримання монетарною владою, довіри учасників ринку до орієнтирів грошово-кредитної політики.

За умови, що грошово-кредитна політика відповідає наміченим цілям, а макроекономічна ситуація тривалий час є стабільною та передбачуваною, вплив каналу очікувань буде незначним, тоді як невизначеність економічної кон'юнктури внаслідок низької довіри до урядової та монетарної політики формують песимістичні очікування та блокують стимули до економічного зростання. Наявність негативних очікувань економічних суб'єктів може зумовити порушення у роботі передавального механізму монетарної політики, нівелювати вплив інструментів грошово-кредитної політики, спричинити значне відхилення фактичних значень від цільових показників монетарної політики. Результатом таких очікувань можуть бути неадекватні зміни відсоткової ставки на фінансовому ринку або реакції сукупного попиту на її динаміку, що дестабілізує кредитний ринок, підриває інвестиційний процес і зменшує вплив монетарної політики на макроекономічні показники. Про наявність у суб'єктів економіки негативних очікувань певною мірою можуть свідчити й такі показники, як зростання швидкості обертання грошей, збільшення частки кредитів і депозитів, виданих в іноземній валюті, значна питома вага готівки в структурі грошової маси тощо.

Отже, на основі проведеного дослідження теоретичних засад механізму монетарної трансмісії [98] можемо сформулювати припущення щодо

існування в Україні таких каналів передавального механізму грошово-кредитної політики: процентного, кредитного (канал банківського кредитування), валютного курсу (у складі каналу вартості активів) та каналу очікувань економічних суб'єктів. Далі висвітлимо результати моделювання дії зазначених каналів, яке дало змогу кількісно оцінити причинно-наслідкові зв'язки між змінними в каналах передавального механізму та визначити особливості монетарної трансмісії в Україні.

#### **4.1.2. Особливості дії монетарного трансмісійного механізму в Україні**

Монетарний трансмісійний механізм з позиції структурної побудови є сукупністю каналів (ланцюгів макроекономічних змінних), якими передаються сигнали змін у використанні інструментів грошово-кредитної політики центрального банку на макроекономічні показники розвитку економіки країни. Проведені дослідження дозволили обґрунтувати наявність у структурі вітчизняного трансмісійного механізму грошово-кредитної політики чотирьох каналів [98]:

- процентного, який характеризує вплив центрального банку на економіку через зміни в процентній політиці;
- кредитного (вузький канал банківського кредитування), який відображає вплив грошово-кредитної політики на сукупний попит і пропозицію через зміну обсягів банківського кредитування;
- валютного курсу (в складі каналу вартості активів), через який грошово-кредитна політика впливає на сукупний попит і пропозицію з використанням такого інструменту, як курс національної валюти;
- очікувань економічних суб'єктів, який характеризує вплив змін у грошово-кредитній політиці на очікування економічних агентів щодо майбутніх цін та макроекономічної ситуації, і, відповідно, – на їхні рішення щодо споживання, інвестицій та виробництва.

Для аналізу дії монетарного трансмісійного механізму в Україні були побудовані векторно-авторегресійні моделі (VAR), які дали змогу виявити та кількісно оцінити причинно-наслідкові зв'язки між змінними в каналах трансмісійного механізму, а також з'ясувати особливості дії цих каналів.

У 1990-х роках методологію VAR почали широко використовувати для оцінювання ефектів монетарної політики на ВВП та ціни, тобто монетарного трансмісійного механізму. Підхід отримав визнання після опублікування праць Сімса [285], став важливим інструментарієм в емпіричній макроекономіці. Його популярність зумовлена, з одного боку, тим, що економісти впродовж 1970-х років не змогли дійти згоди щодо правильної структури економіки, а з другого, – критикою Лукаса [270], яка призвела до відмови від використання макроекономічних моделей великої розмірності як інструментів прогнозування.

Згодом атеоретичний підхід традиційних моделей VAR став об'єктом потужної критики економістів і призвів до появи моделей SVAR, за якими замість випадкового методу накладання обмежень, що використовується у традиційних моделях VAR, оцінюють структурні параметри за допомогою встановлення одночасних структурних обмежень на основі економічної теорії. В нашій роботі використовується рекурсивна форма встановлення обмежень (декомпозиція за Холецьким), що потребує лише визначення правильного порядку одночасного впливу ендогенних змінних.

У процесі дії механізму монетарної трансмісії вплив змін в інструментах грошово-кредитної політики передається спочатку в фінансовий сектор економіки (1 етап) і в подальшому – в реальний сектор (2 етап). Емпіричне дослідження передавальних каналів, яке проводилося в рамках першого етапу дії монетарного трансмісійного механізму в Україні за період з 2000 по 2006 рік дозволило одержати такі результати.

**Процентний канал.** Відбір даних для моделі та визначення обмежень для аналізу дії цього каналу ґрунтувався на необхідності дослідження та кількісного виміру впливу інструментів процентної політики центрального банку на короткострокові ставки грошово-кредитного ринку, і в подальшому на процентні ставки комерційних банків за депозитами та кредитами. Відповідно до цілей аналізу дії процентного каналу використовувалися два набори змінних. По-перше, офіційні процентні ставки, які встановлює Національний банк України, а по-друге, – ставки грошово-кредитного ринку і ставки комерційних банків для реального сектору економіки, що відображають результат впливу змін у процентній політиці центрального банку на вартість фінансових ресурсів:

$$Y_t^1 = \begin{bmatrix} i_{1,t} \\ i_{2,t} \\ i_{3,t} \\ i_{4,t} \\ i_{5,t} \end{bmatrix} \quad E_t^1 = \begin{bmatrix} e_{1,t} \\ e_{2,t} \\ e_{3,t} \\ e_{4,t} \\ e_{5,t} \end{bmatrix},$$

де  $(i_{1,t})$  – облікова ставка НБУ;  $(i_{2,t})$  – середньозважена процентна ставка за всіма інструментами рефінансування НБУ;  $(i_{3,t})$  – процентна ставка за міжбанківськими кредитами овернайт;  $(i_{4,t})$  – процентна ставка за залученими банками депозитами в національній валюті,  $(i_{5,t})$  – процентна ставка за наданими банками кредитами в економіку України в національній валюті.

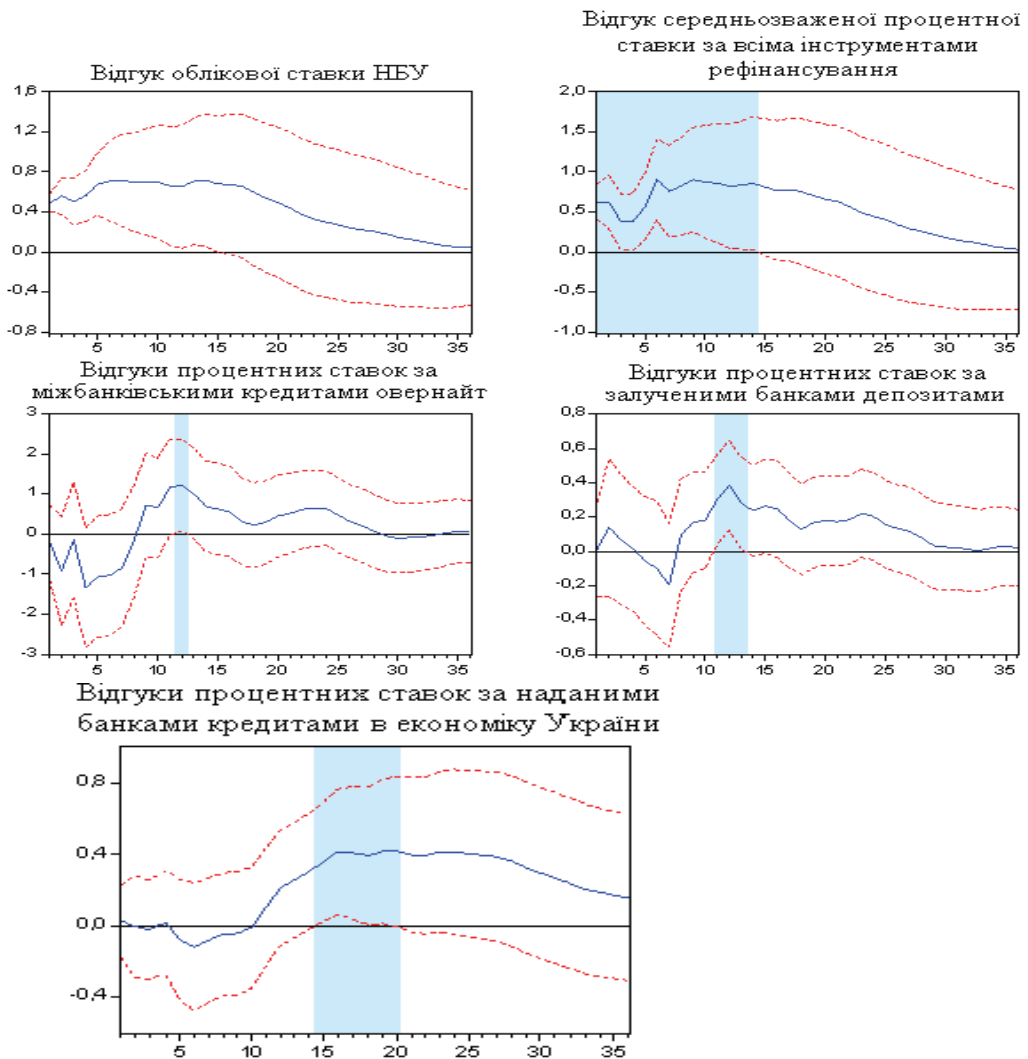
Відповідно до закономірностей впливу основної процентної ставки центрального банку на інші офіційні ставки і в подальшому – на процентні ставки на грошово-кредитному ринку, в процесі моделювання ми використали таку логічну послідовність змінних для кількісної оцінки причинно-наслідкових зв'язків у процентному каналі трансмісійного механізму:

$$(i_{1,t}) \rightarrow (i_{2,t}) \rightarrow (i_{3,t}) \rightarrow (i_{4,t}) \rightarrow (i_{5,t}).$$

Результати моделювання доводять, що посилення монетарної політики, яке виражається в підвищенні облікової ставки НБУ на 0,5 процентного пункту (рис. 4.6), призводить до одночасного зростання середньозваженої ставки за всіма інструментами рефінансування НБУ (як за напрямом, так і кількісно), що й закономірно, оскільки облікова ставка Національного банку є орієнтиром для встановлення інших офіційних процентних ставок НБУ.

За результатами моделювання також з'ясовано, що процентні ставки за кредитами овернайт на міжбанківському ринку не реагують на зміну облікової ставки НБУ. Крім того, встановлено відсутність одночасного впливу зміни (шоку) середньозваженої ставки за всіма інструментами рефінансування НБУ на процентні ставки грошово-кредитного ринку і ставки комерційних банків, включені до складу моделі каналу. Це свідчить про обмежені можливості центрального банку щодо впливу на короткострокові процентні ставки на міжбанківському ринку шляхом зміни офіційних ставок і відповідно про наявність деформацій у процентному каналі монетарного трансмісійного механізму. Наслідком цього є наявна волатильність короткострокових ставок на міжбанківському кредитному ринку як результат низької ефективності процентного каналу на першому етапі дії механізму монетарної трансмісії в Україні.

Важливим результатом аналізу реакції грошово-кредитного ринку на шок зростання облікової ставки НБУ був висновок про те, що банківська система використовує факт зміни значення офіційної облікової ставки для корегування процентних ставок за кредитними та депозитними операціями в національній валюті у напрямі їх підвищення. Причому процентні ставки за депозитами зростають менше і впродовж коротшого періоду часу, ніж процентні ставки за кредитами банків.

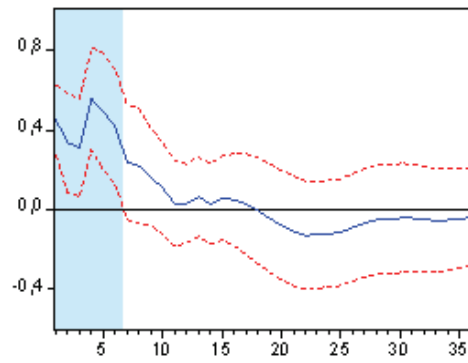


**Рис. 4.6. Відгуки процентних ставок на шок облікової ставки НБУ на 1 стандартне відхилення**

Установлено, що збільшення процентної ставки за міжбанківськими кредитами овернайт призводить до одночасного зростання процентних ставок за залученими банками депозитами і наданими кредитами у національній валюті відповідно на 0,1 та 0,11 п.п. (рис. 4.7). Шок процентної ставки за міжбанківськими кредитами овернайт відображає насамперед наслідки ситуації, пов'язаної з проблемами ліквідності, які виникають у банківській систем та супроводжуються зростанням вартості фінансових ресурсів, у тому числі залучених депозитів і наданих кредитів.



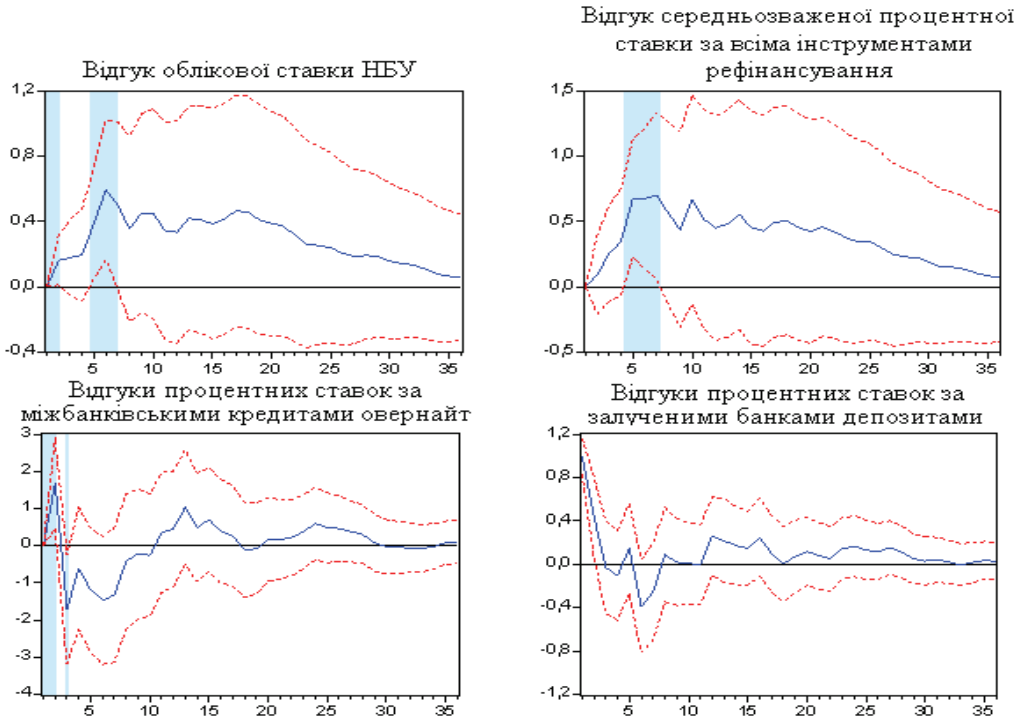
Відгуки процентних ставок за наданими банками кредитами в економіку України



**Рис. 4.7.** Відгуки процентних ставок на шок ставки за кредитами овернайт на міжбанківському ринку на 1 стандартне відхилення

Особливостями шоку процентної ставки за банківськими депозитами в національній валюті є його значущий вплив на офіційні процентні ставки НБУ і відсутність зв'язку з процентними ставками за наданими банками кредитами (рис. 4.8). Це можна пояснити характером політики НБУ останніх років, спрямованої на сприяння макроекономічному зростанню шляхом підтримання стабільного обмінного курсу. Однак за такого режиму НБУ мав мало можливостей, щоб з випередженням впливати на макроекономічний розвиток, і змушений був більше пристосовуватись до макроекономічних обставин. Відповідно ставка за депозитами швидше реагувала на зміну, зокрема в інфляційних процесах, після чого ставки Національного банку коригувалися відповідно до нових умов. Щодо відсутності взаємозв'язку між процентними ставками за залученими депозитами і наданими кредитами, то, на нашу думку, це може пояснюватися передусім значним впливом альтернативних джерел поповнення ресурсів банків (іноземних кредитів та інших недепозитних джерел кредитних ресурсів).

Серед особливостей дії процентного каналу вітчизняного трансмісійного механізму відмічаємо також відсутність зворотного впливу процентних ставок за кредитами банків у національній валюті на інші процентні ставки (за міжбанківськими кредитами овернайт, депозитні ставки та офіційні ставки НБУ), що, на нашу думку, є одним з наслідків надлишкової ліквідності в банківській системі України.



**Рис. 4.8.** Відгуки процентних ставок на шок процентної ставки за банківськими депозитами в національній валюті на 1 стандартне відхилення

**Кредитний канал.** Дослідження кредитного каналу в рамках першого етапу дії механізму монетарної трансмісії полягало в ідентифікації впливу інструментів грошово-кредитної політики центрального банку на зростання обсягу кредитів банків в економіку країни. Модель дії кредитного каналу трансмісійного механізму включає такі змінні:

$$U_t^1 = \begin{bmatrix} l_t^{m\_base} \\ l_t^{dep} \\ l_t^{kred} \end{bmatrix} \quad E_t^1 = \begin{bmatrix} e_t^{m\_base} \\ e_t^{dep} \\ e_t^{kred} \end{bmatrix},$$

де  $l_t^{m\_base}$  – сезонно згладжене значення логарифма грошової бази (на кінець періоду, млн. грн.);  $l_t^{dep}$  – сезонно згладжене значення логарифма зобов'язань банків за коштами, залученими на рахунки суб'єктів господарювання та фізичних осіб в національній валюті (на кінець періоду, млн. грн.);  $l_t^{kred}$  – сезонно згладжене значення логарифму вимог банків за кредитами, наданими в економіку України в національній валюті (на кінець періоду, млн. грн.).

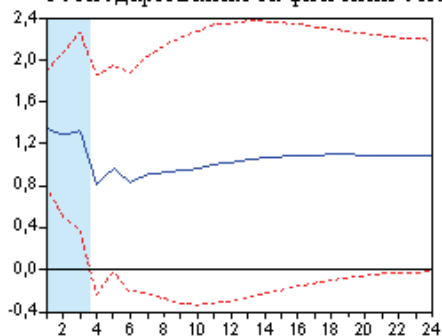
Для ідентифікації структурних шоків було використано таку послідовність змінних:

$$l_t^{m\_base} \rightarrow l_t^{dep} \rightarrow l_t^{kred}.$$



Розглянемо наслідки експансійного шоку монетарної політики, який полягає у збільшенні пропозиції грошей (рис. 4.9).

Відгуки сезонно згладженого значення логарифму зобов'язань банків за коштами, залученими на рахунки суб'єктів господарювання та фізичних осіб



Відгуки сезонно згладженого значення логарифму вимог банків за кредитами, наданими в економіку України

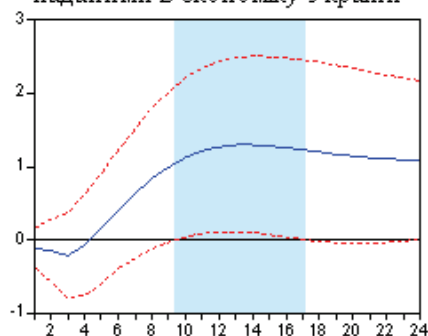


Рис. 4.9. Відгуки змінних на шок грошової бази на 1 стандартне відхилення

Початкове зростання грошової бази на 2,6% унаслідок дії депозитного мультиплікатора призводить до одномоментного зростання обсягів депозитів банків на 1,3% та на 1% у довгостроковому періоді (впродовж двох років). Накопичення банками достатнього рівня ліквідності та збільшення обсягів ресурсів спричиняється до розширення пропозиції кредитів, статистично значуще значення якої спостерігається через 9 місяців після експансійного монетарного шоку і дорівнює близько 1%.

Порівняно зі змінами в грошово-кредитній політиці, шок депозитів, викликаний іншими причинами (зокрема, змінами у схильності економічних агентів до заощаджень), спричиняє менше зростання обсягів наданих кредитів, статистично значущого через чотири місяці після шоку обсягів депозитів (рис. 4.10). Еластичність зростання кредитів до зміни депозитів складає 0,6–0,7%.

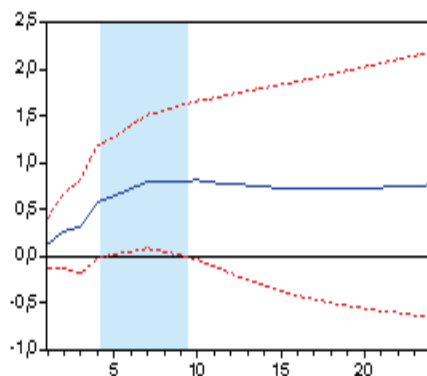
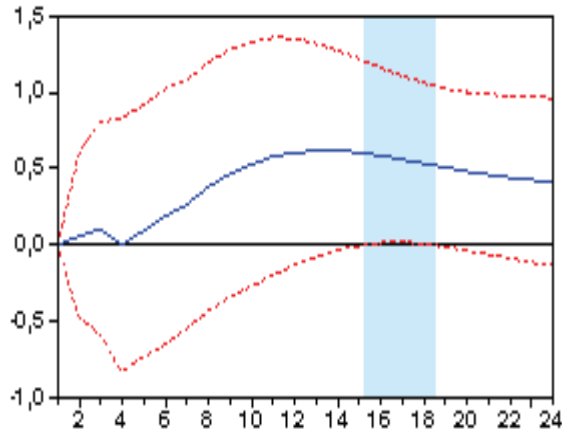


Рис. 4.10. Відгук сезонно згладженого значення логарифма вимог банків за кредитами, наданими в економіку України, на шок обсягів депозитів на 1 стандартне відхилення

Шок збільшення обсягів кредитів на 1,1% призводить до зростання грошової бази на 0,5% лише через 12–18 місяців (рис. 4.11). Наявність зворотного зв'язку між зростаючою потребою в кредитуванні економіки та збільшенням грошової бази економічно обґрунтоване положеннями економічної теорії, оскільки центральний банк таким чином реагує на додатковий попит на гроші та кредитні ресурси, викликаний можливим зростанням сукупного попиту.



**Рис. 4.11.** Відгук сезонно згладженого значення логарифма грошової бази на шок обсягів кредитів на 1 стандартне відхилення

За результатами моделювання дії кредитного каналу виявлено також статистично незначущі наслідки зворотного впливу шоку зростання обсягів банківських кредитів на обсяги депозитів банків. Це свідчить про наявність у розпорядженні банків інших джерел кредитних ресурсів недепозитного характеру.

**Канал валютного курсу** є сукупністю макроекономічних змінних, які відображають вплив грошово-кредитної політики на сукупний попит і пропозицію через зміну курсу національної валюти.

Перш ніж перейти до висвітлення результатів моделювання дії каналу валютного курсу, зупинимося на особливостях реалізації грошово-кредитної політики в Україні, які значною мірою зумовлюють специфіку вітчизняного трансмісійного механізму в Україні і насамперед його валютного каналу. Офіційно визначеною в чинному законодавстві ціллю грошово-кредитної політики є стабільність національної грошової одиниці, складовими якої є внутрішня (цінова) та зовнішня (курсова) стабільність. Причому, відповідно до ст. 1 Закону України «Про Національний банк України», цінова стабільність є утриманням системи цін на певному рівні шляхом підтримки стабільного курсу грошової одиниці України [171].

Фактично в Україні протягом останніх років діє режим прив'язки обмінного курсу гривні щодо долара США. Використання такого режиму

обмінного курсу на практиці потребує постійної присутності та втручання в процес торгів на міжбанківському валютному ринку Національного банку України, який для нівелювання значних коливань курсу гривні до іноземних валют здійснює валютні інтервенції – купівлю чи продаж іноземної валюти.

За діючого валютного режиму валютні інтервенції Національного банку України стали головним інструментом грошово-кредитної політики, а операції на валютному ринку – основним каналом емісії національної валюти в Україні, через який Національним банком України в 2005–2007 рр. було випущено в обіг відповідно 81,7%, 62,6% та 94,3% платіжних засобів.

Оскільки, за існуючого режиму монетарної політики сальдо валютних інтервенцій є основною складовою і чинником змін у розмірі золотовалютних резервів країни, використовуємо в процесі моделювання дії валютного каналу механізму монетарної трансмісії показник золотовалютних резервів як індикатор корекції Національним банком України ринкового тиску на обмінний курс та джерела емісії грошей.

Модель матиме такий вигляд:

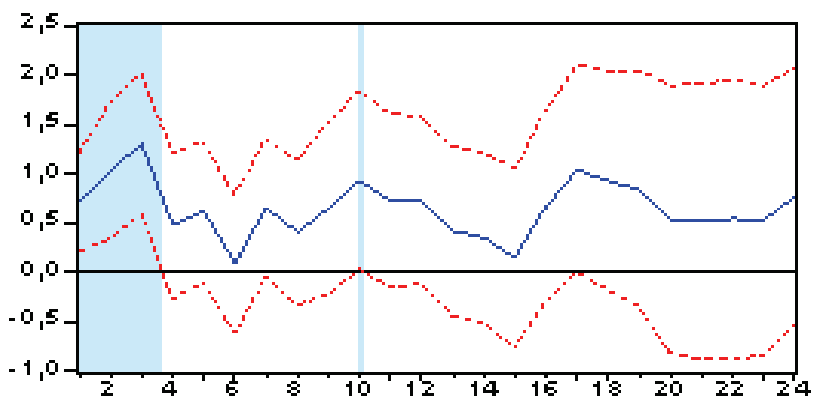
$$U_t^1 = \begin{bmatrix} l_t^{of\_kurs} \\ rezerv_t \\ m\_base_t \end{bmatrix} \quad E_t^1 = \begin{bmatrix} e_t^{of\_kurs} \\ e_t^{rezerv} \\ e_t^{m\_base} \end{bmatrix},$$

де  $l_t^{of\_kurs}$  – значення логарифма офіційного обмінного курсу гривні до долара США;  $rezerv_t$  – значення логарифма золотовалютних резервів НБУ (на кінець періоду, млн. грн.);  $m\_base_t$  – сезонно згладжене значення логарифма грошової бази (на кінець періоду, млн. грн.).

Для ідентифікації структурних шоків було використано таку логічну послідовність змінних:

$$l^{of\_kurs} \rightarrow l^{rezerv} \rightarrow l^{m\_base}.$$

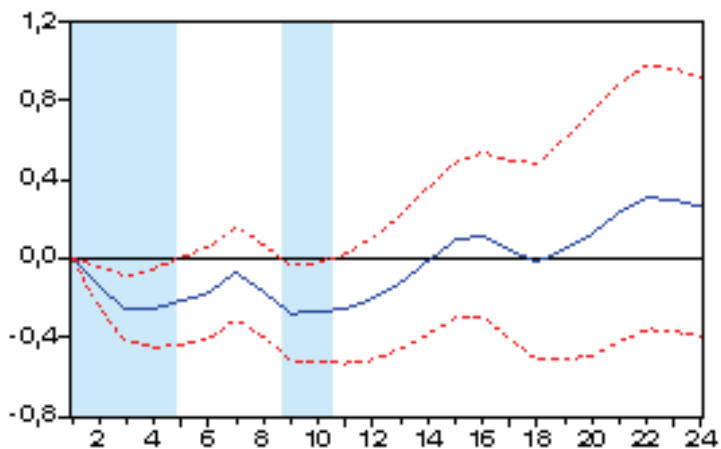
Очікуваним результатом моделювання дії валютного каналу трансмісійного механізму є виявлений статистично значущий ефект шоку зростання обсягів золотовалютних резервів (близько 5%), який призводить до збільшення грошової бази майже на 1,5% протягом перших трьох місяців (рис. 4.12).



**Рис. 4.12.** Відгук сезонно згладженого значення логарифма грошової бази на шок обсягу золотовалютних резервів на 1 стандартне відхилення

Одержаний результат відповідає сучасним реаліям: валютні інтервенції Національного банку України (купівля валюти до золотовалютного резерву), проведені з метою підтримання стабільності курсу гривні до долара США, супроводжуються випуском платіжних засобів (емісією) національної валюти та зростанням пропозиції грошей.

Іншим важливим результатом емпіричного аналізу дії каналу валютного курсу є виявлений зв'язок між зростанням (шоком) грошової бази на 2% та посиленням (ревальвацією) офіційного обмінного курсу гривні з лагом три місяці майже на 0,2% (рис. 4.13). Такий причинно-наслідковий зв'язок є, як уже зазначалося, наслідком сучасної політики прив'язки курсу гривні до долара США, що спричиняє подальший тиск на гривню у напрямі її ревальвації через зростання попиту на національну валюту.



**Рис. 4.13.** Відгук сезонно згладженого значення логарифма грошової бази на шок обмінного курсу на 1 стандартне відхилення

**Канал очікувань економічних суб'єктів.** З метою виявлення впливу політики Національного банку України на очікування економічних

суб'єктів, які за діючого режиму грошово-кредитної політики головним чином пов'язані з динамікою обмінного курсу гривні щодо долара США, використано три показники:

1. Процентну різницю між офіційним курсом гривні щодо долара США та курсом купівлі на безготівковому міжбанківському ринку. Цей показник характеризує, якою мірою оцінка безпосередніх учасників валютного ринку майбутньої динаміки курсу відрізняється від поточної ситуації.

2. Частку обсягу депозитів у іноземній валюті в загальному обсязі депозитів населення та в суб'єктів господарювання в банках. Цей показник характеризує, якою мірою фізичні та юридичні особи віддають перевагу вкладам у іноземній валюті, ґрунтуючись на своїх очікуваннях майбутньої курсової різниці.

3. Частку обсягу кредитів в іноземній валюті в загальному обсязі кредитів банків у економіку країни, що характеризує очікування банків-кредиторів із позиції очікувань курсових змін.

Отже, модель дії каналу очікувань матиме такий вигляд:

$$W_t = \begin{bmatrix} s_t^{of} \\ s_t^{of-bezgot} \\ dep_t \\ kred_t \end{bmatrix} \quad E_t = \begin{bmatrix} e_t^{of} \\ e_t^{of-bezgot} \\ e_t^{dep} \\ e_t^{kred} \end{bmatrix},$$

де  $(s_t^{of})$  – логарифм офіційного обмінного курсу гривні щодо долара США;  $(s_t^{of-bezgot})$  – процентна різниця між офіційним обмінним курсом НБУ та безготівковим обмінним курсом (купівлі) гривні щодо долара США;  $dep_t$  – частка депозитів в іноземній валюті в загальних обсягах залучених банками депозитів;  $kred_t$  – частка наданих банками кредитів в іноземній валюті в загальних обсягах наданих банками кредитів.

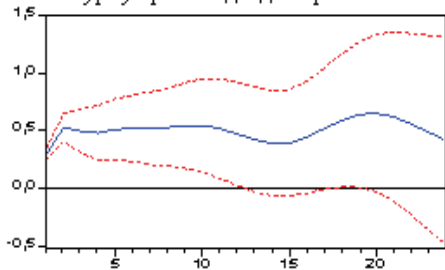
Для ідентифікації структурних шоків було використано таку логічну послідовність змінних:

$$(s_t^{of}) \rightarrow (s_t^{of-bezgot}) \rightarrow dep_t \rightarrow kred_t.$$

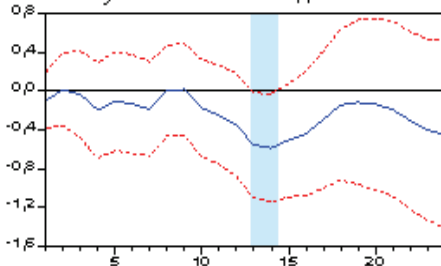
Розглянемо ситуацію зниження офіційного обмінного курсу гривні щодо долара США, що виражається у його девальвації на 0,3% (рис. 4.14). Аналіз отриманих результатів дає змогу дійти висновку: внаслідок низької волатильності офіційного обмінного курсу зміна його значення має суттєвий вплив на поведінку учасників валютного ринку, які будуть схильні до очікувань можливої подальшої девальвації обмінного курсу протягом чотирьох місяців, починаючи з четвертого періоду. Несподіваним результатом моделювання дії каналу очікувань є те, що девальвація обмінного курсу гривні щодо долара США призводить до значущого зниження частки depo-

зитів і кредитів банків в іноземній валюті лише через 1–1,5 року після шоку обмінного курсу. Це можна пояснити тим, що в Україні іноземна валюта виконує функції засобу заощадження. За таких умов суб'єкти господарювання погоджуються на певні збитки (через нижчі процентні ставки за вкладаннями в іноземній валюті), однак рівень неприйняття валютних ризиків залишається дуже високим, що змушує економічних суб'єктів не знижувати довіру до іноземної валюти навіть за нинішніх умов об'єктивного тиску в бік ревальвації гривні. Водночас реакція показника частки кредитів у іноземній валюті виявилась очікуваною, хоча доволі тривалий лаг також свідчить про повільне пристосування суб'єктів господарювання до змін в очікуванні обмінного курсу гривні щодо долара США.

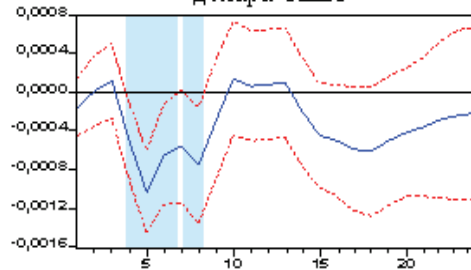
Відгук логарифма офіційного обмінного курсу гривні до долара США



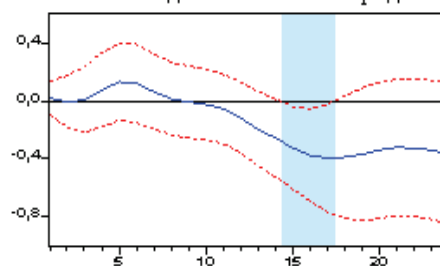
Відгуки питомої ваги депозитів в іноземній валюті в загальних обсягах залучених банками депозитів



Відгуки процентної різниці між офіційним обмінним курсом НБУ та безготівковим обмінним курсом (купівлі) гривні до долара США

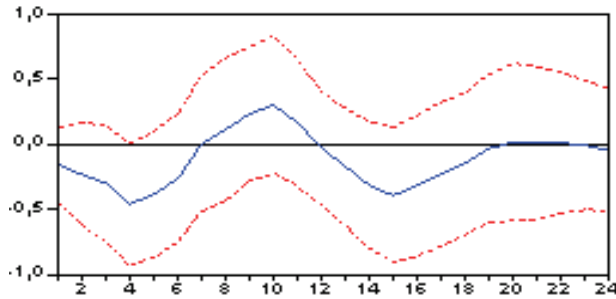


Відгуки питомої ваги наданих банками кредитів в іноземній валюті в загальних обсягах наданих банками кредитів



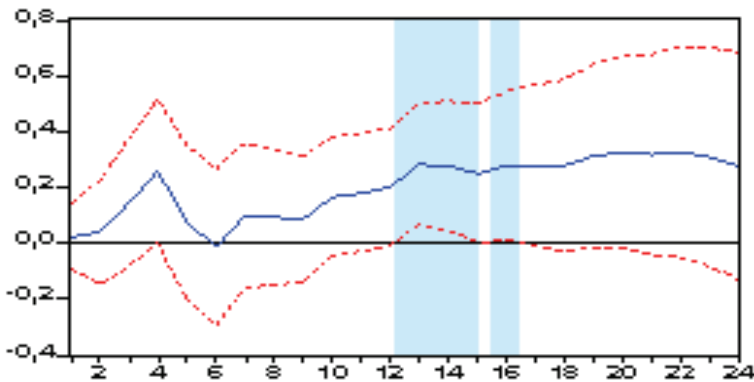
**Рис. 4.14. Відгуки змінних на шок офіційного обмінного курсу гривні до долара США на 1 стандартне відхилення**

Шок зростання процентної різниці офіційного та безготівкового обмінних курсів, який ми інтерпретуємо як шок очікувань ревальвації курсу гривні до долара США, призводить до відпливу з банків депозитів у іноземній валюті (рис. 4.15). Цей ефект спостерігається лише в четвертому періоді, тобто йдеться лише про розірвання короткострокових депозитних договорів.



**Рис. 4.15.** Відгуки частки депозитів у іноземній валюті в загальних обсягах залучених банками депозитів на шок міжкурсових різниць на 1 стандартне відхилення

Шок зростання частки депозитів фізичних осіб і суб'єктів господарювання у банках в іноземній валюті призводить до зростання частки банківських кредитів у економіку країни в іноземній валюті (рис. 4.16), що відповідає практичним реаліям фінансової доларизації, одним із проявів якої є доларизація кредитів і депозитів банків. Досить цікавим є також дискретність і значення періодів цього зростання – 4 і 13–15 місяців після шоку: терміни зростання обсягів кредитів свідчать про розриви у строках залучених депозитних ресурсів і наданих кредитів, тобто на наявність структурних ризиків у банківській системі України.



**Рис. 4.16.** Відгуки частки наданих банками кредитів в іноземній валюті в загальних обсягах наданих банками кредитів в економіку України на шок частки депозитів в іноземній валюті на 1 стандартне відхилення

Шок зростання частки кредитів в іноземній валюті в кредитному портфелі не має статистично значущого впливу на інші показники, які ідентифікують дію каналу очікувань, тобто вони можуть розглядатися як екзогенні відносно нього. На нашу думку, відсутність зворотного зв'язку є результатом політики підтримки прив'язки валютного курсу гривні щодо долара США та свідчить про наявність у банків інших (крім депозитів) джерел поповнення ресурсів у іноземній валюті. Загалом надання суб'єктами господарювання переваги кредитам в іноземній валюті зумов-

лене, по-перше, стабільністю офіційного обмінного курсу гривні щодо долара США, по-друге, низькими ставками за кредитами в іноземній валюті порівняно з вартістю кредитів у національній валюті, по-третє – сучасною політикою банків, спрямованою на перекладання валютних ризиків на позичальника шляхом видачі кредитів в іноземній валюті.

За результатами моделювання першого етапу дії трансмісійного механізму грошово-кредитної політики в Україні узагальнено та кількісно визначено причинно-наслідкові зв'язки між змінними в каналах трансмісійного механізму (табл. 4.1).

Проведене дослідження монетарного трансмісійного механізму в Україні дало змогу дійти таких висновків:

1. Основним каналом механізму монетарної трансмісії є канал валютного курсу, а основним інструментом і джерелом зростання пропозиції грошей – валютні інтервенції. Результати моделювання засвідчили: збільшення пропозиції грошей (що зокрема відображає збільшення попиту на гроші та посилення тиску на ревальвацію гривні) є випереджаючим індикатором майбутньої ревальвації офіційного обмінного курсу гривні.

2. Процентний канал не відіграє значної ролі в монетарному трансмісійному механізмі. Вплив облікової ставки НБУ поряд з іншими офіційними процентними ставками на процентні ставки за міжбанківськими кредитами овернайт є статистично незначущим, що свідчить про недостатню дієвість процентної політики в регулюванні грошово-кредитного ринку, а відповідно й обмежені можливості впливу центрального банку на сукупний попит та інфляцію. Емпірично доведено, що процентні ставки на міжбанківському ринку за кредитами овернайт є орієнтиром для банків під час корегування процентних ставок за кредитними та депозитними операціями в національній валюті.

3. Стосовно дії кредитного каналу механізму монетарної трансмісії виявлено прямий зв'язок між зростанням грошової бази, обсягами залучених депозитів і наданих кредитів. При цьому зворотні зв'язки між зростанням обсягів банківських кредитів та обсягами залучених депозитів є статистично незначущими, що свідчить про наявність у банків інших (недепозитних) важливих джерел фінансових ресурсів в іноземній валюті.

4. Формування очікувань економічних суб'єктів стосовно майбутньої динаміки обмінного курсу гривні щодо долара США ґрунтується насамперед на змінах офіційного курсу гривні, встановленого НБУ.



Таблиця 4.1

## Узагальнення особливостей дії каналів трансмісійного механізму в Україні за результатами моделювання

Фактор впливу	Напрямок зміни	Результативний показник	Кількісне значення	Економічна інтерпретація особливостей дії каналу
<b>Процентний канал</b>				
Облікова ставка НБУ	Збільшення на 1 п.п.	Середньозважена ставка за всіма інструментами рефінансування НБУ	Однотимчасне збільшення до 1,1 п.п.; збільшення до 2 п.п. протягом 3-12 місяців	Свідчить про фактичну прив'язку при встановленні офіційних ставок за всіма інструментами рефінансування до облікової ставки НБУ
		Процентна ставка за міжбанківськими кредитами овернайт	Збільшення 2,2 п.п. через 11-13 місяців	Відсутність одночасної реакції на шок облікової ставки НБУ свідчить про деформацію процентного каналу та обмежені можливості Національного банку щодо впливу на ринкові короткострокові процентні ставки
Середньозважені ставки за всіма інструментами рефінансування НБУ	Збільшення на 1 п.п.	Процентна ставка за залученими банками депозитами в національній валюті	Збільшення 0,7 п.п. протягом 11-13 місяців	Підвищення облікової ставки НБУ є підставою для підвищення депозитних і кредитних ставок банків. Причому процентні ставки за депозитами підвищуються у меншому розмірі та швидше, ніж процентні ставки за кредитами банків
		Процентна ставка за наданими кредитами в національній валюті	Збільшення 0,8 п.п. протягом 15-18 місяців	Відсутність одночасної реакції свідчить про недостатній рівень впливу процентної політики НБУ на ринкові короткострокові ставки
Середньозважені ставки за всіма інструментами рефінансування НБУ	Збільшення на 1 п.п.	Середньозважена процентна ставка за міжбанківськими кредитами овернайт	Зменшення на 2,38 п.п. через 2 місяці	Свідчить про те, що банки, встановлюючи процентні ставки за кредитами, орієнтуються на офіційні ставки центрального банку. З іншого боку, короткостроковий та незначний ефект впливу зумовлений тим, що кредити рефінансування не є основним джерелом кредитних ресурсів банків
		Процентна ставка за наданими кредитами в національній валюті	Збільшення на 0,31 п.п.	

Фактор впливу	Напрямок зміни	Результативний показник	Кількісне значення	Економічна інтерпретація особливостей дії каналу
Процентна ставка за міжбанківськими кредитами овернайт	Збільшення на 1 п.п.	Процентна ставка за наданими кредитами в національній валюті	Збільшення на 0,1 п.п.; ефект триває протягом перших семи місяців	Відображення перенесення на ставки для реального сектора економіки стану ліквідності міжбанківського грошового ринку
		Процентна ставка за залученими банками депозитами в національній валюті	Збільшення на 0,11 п.п. збільшення на 0,08 п.п. через 5 місяців	
Процентна ставка за залученими банками депозитами в національній валюті	Збільшення на 1 п.п.	Облікова ставка НБУ	Збільшення на 0,6 п.п. через 5-7 місяців	Характеризує адаптацію грошово-кредитної політики НБУ до змін макроекономічного середовища
		Середньозважена процентна ставка за всіма інструментами рефінансування НБУ	Збільшення на 0,6 п.п. через 5-7 місяців	
Процентна ставка за наданими кредитами в національній валюті	Збільшення на 1 п.п.		Вплив на інші ставки відсутній	Відсутність зворотного впливу на інші процентні ставки є наслідком надлишкової ліквідності в банківській системі України
<b>Кредитний канал</b>				
Грошова база	Збільшення на 1%	Обсяги залучених банками депозитів	Одночасне збільшення на 0,5% триває протягом перших 3 місяців	Результат дії депозитного мультиплікатора
		Обсяги наданих кредитів	Збільшення на 1% через 9 місяців	Результат накопичення банками достатнього рівня ліквідності та розширення номінальних грошових доходів суб'єктів господарювання
Обсяги залучених банками депозитів	Збільшення на 1%	Обсяги наданих банками кредитів у економіку країни	Збільшення на 0,4% через 4 місяці	Свідчить про важливість для банків інших (не депозитних) фінансових ресурсів (зокрема, валютних запозичень 3-за кордоном).
Обсяги наданих банками кредитів у економіку країни	Збільшення на 1%	Грошова база	Збільшення на 0,5% через 12-18 місяців	Є результатом того, що Національний банк задовольнив додатковий попит на гроші, зумовлений зростанням сукупного та кредитного попиту

Фактор впливу	Напрямок зміни	Результативний показник	Кількісне значення	Економічна інтерпретація особливостей дії каналу
<b>Валютний канал</b>				
Офіційний обмінний курс гривні щодо долара США	Збільшення на 1% (девальвація)	Обсяг грошової бази	Зменшення на 5% протягом 8-10 місяців; збільшення на 8,33% протягом 18-20 місяців	Зростання обсягів реалізації виручки експортерів у іноземній валюті на вітчизняному валютному ринку. Збільшення пропозиції гривні внаслідок розвитку інфляційних процесів
Обсяг золотовалютних резервів НБУ (млн. грн.)	Збільшення на 1%	Обсяг грошової бази	Збільшення на 0,23% протягом перших 3 місяців	Купівля валюти для золотовалютного резерву супроводжується емісією національної валюти
Обсяг грошової бази (млн. грн.)	Збільшення на 1%	Офіційний обмінний курс гривні щодо долара США	Ревальвація на 0,1% протягом перших 3 місяців	Тиск на укріплення гривні, який проявляється через проведення валютних інтервенцій і збільшенні грошової бази
<b>Канал очікувань</b>				
Офіційний курс гривні щодо долара США	Збільшення на 1% (девальвація)	Процентне співвідношення офіційного обмінного курсу та безготівкових міжбанківських обмінних курсів гривні щодо долара США	Зменшення на 0,033% протягом 4-8 місяців	Свідчить про очікування суб'єктів економіки щодо подальшої девальвації обмінного курсу гривні щодо долара США
Процентна співвідношення офіційного обмінного курсу та безготівкових міжбанківських обмінних курсів гривні щодо долара США	Збільшення на 0,001%	Офіційний курс гривні до долара США	Одночасне зменшення на 0,1% триває 2 місяці	Відображає зворотну реакцію НБУ на очікування ринку

Очевидним є те, що зазначені особливості каналів монетарного трансмісійного механізму зумовлені поточним режимом грошово-кредитної політики Національного банку України, який ґрунтується на прив'язці обмінного курсу гривні щодо долара США, і свідчить про необхідність змін у грошово-кредитній політиці з метою посилення ефективності управління макроекономічними процесами в Україні за допомогою монетарних інструментів. Це зумовлює потребу в розробці науково обґрунтованих пропозицій щодо напрямів удосконалення дії вітчизняного механізму монетарної трансмісії з урахуванням позитивних аспектів світового досвіду.

#### **4.1.3. Напрями удосконалення трансмісійного механізму грошово-кредитної політики на основі зарубіжного досвіду**

Монетарна політика Національного банку України, як складова економічної політики держави, сприяє досягненню прогнозованих соціально-економічних показників шляхом реалізації поставлених цілей і завдань інструментами грошово-кредитного і валютного регулювання. Її ефективність щодо досягнення поставлених цілей значною мірою залежить від дієвості монетарного трансмісійного (передавального) механізму. Проте, як показали результати емпіричного дослідження, на сучасному етапі розвитку грошово-кредитної політики в Україні механізм монетарної трансмісії має певні особливості, які в сукупності знижують її ефективність [84]. Нагадаємо, що йдеться про домінування у вітчизняному передавальному механізмі грошово-кредитної політики валютного каналу, який нині є основним чинником зростання пропозиції грошей в Україні, незначну роль процентного каналу в регулюванні грошово-кредитного ринку та особливості очікувань суб'єктів економіки щодо майбутньої динаміки обмінного курсу гривні щодо долара США, яка базується насамперед на змінах офіційного курсу гривні, що встановлюється Національним банком України.

Враховуючи те, що Національний банк України в перспективі орієнтується на необхідність переходу до монетарного режиму, що ґрунтується на цій стабільності, для втілення намічених планів слід ретельно вивчити досвід реалізації монетарної політики та функціонування трансмісійних механізмів у країнах, які успішно запровадили режим інфляційного таргетування, наприклад, Чехії, Польщі, Угорщини, Словаччини. Вивчення досвіду цих країн потрібне не для сліпого копіювання, а з метою визначення можливості його використання для підвищення ефективності дії монетарного трансмісійного механізму та грошово-кредитної політики в Україні з урахуванням вітчизняних особливостей економічного розвитку.

*Грошово-кредитна політика Національного банку Чехії.* Чехія – перша країна з перехідною економікою, яка запровадила інфляційне таргетування. Специфічними рисами чеської економіки на момент запровадження таргетування інфляції були значна відкритість економіки, що робило її потенційно вразливішою до екзогенних шоків, і перехідний стан економіки, який характеризувався нестабільністю розвитку та високим рівнем державного регулювання цін.

До переходу до таргетування інфляції Національний банк Чехії здійснював монетарне таргетування у режимі фіксованого валютного курсу. Протягом 1991–1993 рр. центральний банк Чехії дотримувався режиму фіксованого курсу крони, який прив'язувався до кошика з п'яти валют, а з 1993 року – до бівалютного кошика: німецької марки (65%) та американського долара (35%).

У 1995 р. було прийнято політичне рішення щодо скасування обмежень на рух капіталу та лібералізацію міжнародних фінансових потоків, що мало негативні наслідки для економіки Чехії. До країни почали надходити значні обсяги іноземного капіталу у вигляді прямих і портфельних інвестицій, потреби в яких Чехія не мала. З метою забезпечення курсової стабільності крони в умовах режиму фіксованого курсоутворення центральний банк Чехії купував валюту, нарощуючи таким чином грошову масу через валютний канал, який був на той час головним каналом монетарного трансмісійного механізму країни. Інші інструменти, зокрема, нормативи обов'язкового резервування, депозитні операції (випуск облігацій центрального банку), спрямовувалися на стерилізацію надлишкової ліквідності, спричинену припливом у країну іноземного капіталу. Проте ефективність цих дій, а також низки адміністративних заходів була низькою [5].

Для відновлення контролю над монетарними процесами, внутрішнім попитом і поточним рахунком, дефіцит якого в 1996 році сягнув 8% ВВП, Національному банку Чехії довелося неодноразово розширювати межі валютного коридору, піднімати всі основні відсоткові ставки та мінімальну норму обов'язкових валютних резервів. Проте в короткостроковій перспективі рестрикційна політика центрального банку Чехії негативно вплинула на рахунок поточних операцій, оскільки вони сприяли ревальвації валютного курсу в межах коридору. Крім того, неефективність цих заходів великою мірою була зумовлена неузгодженістю монетарної і фіскальної політики. Остання на час проведення рестрикційної грошово-кредитної політики центрального банку була м'якою.

Врешті-решт, Національний банк Чехії був змушений з грудня 1997 р. відмовитися від режиму фіксованого валютного курсу і запровадити режим регульованого плавання курсу чеської крони у поєднанні з таргетуванням інфляції. Причому перехід до нового монетарного режиму був прискореним у зв'язку з утратою під час азіатської кризи номінального якоря курсової прив'язки. Особливістю валютної політики в рамках нового режиму таргетування інфляції було те, що до 2003 року Національний банк Чехії продовжував регулювати курс крони, здійснюючи валютні інтервенції. Проте, якщо в 1997 році їх ціллю була підтримка курсу крони в межах 17–19,5 CZK/DEM, то протягом 1998–2002 рр. – для запобігання надмірній девальвації курсу національної валюти шляхом продажу крони на валютному ринку. Із 2003 р. центральний банк Чехії валютні інтервенції не проводить.

Зазначені зміни в монетарній політиці Національного банку Чехії спричинили зміни у структурі трансмісійного механізму, головним каналом якого нині є процентний канал, а основним інструментом впливу на грошово-кредитний ринок – відсоткові ставки.

*Грошово-кредитна політика Національного банку Польщі.* У Польщі протягом останніх 15 років відбулися значні зміни в монетарній політиці, яка пройшла шлях від різних форм штучної підтримки курсу злотого до його вільного плавання у поєднанні з режимом прямого інфляційного таргетування, запровадженого з 1998 р.

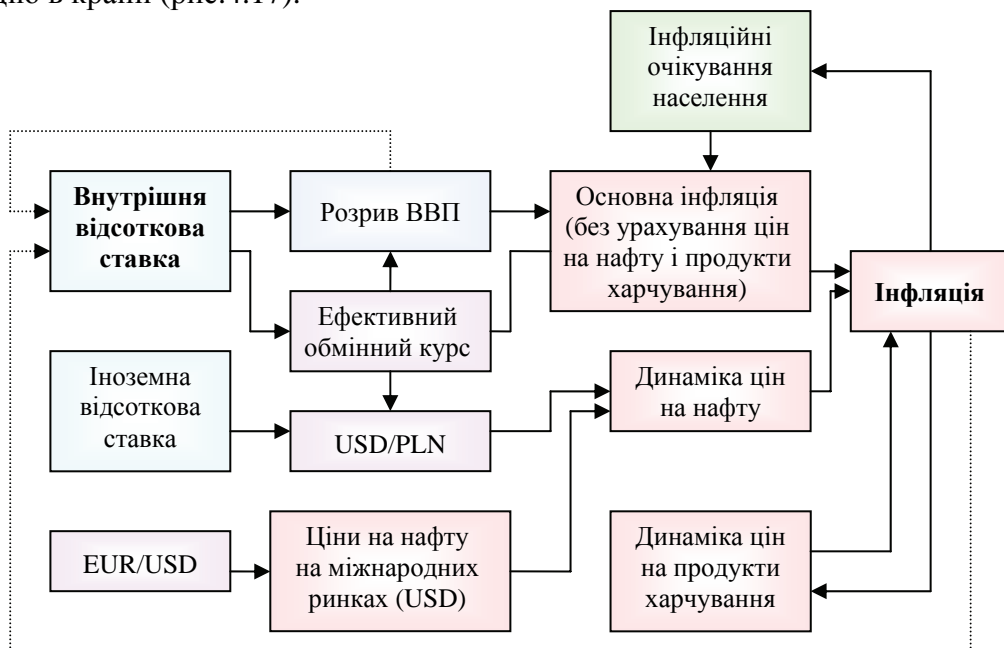
Зауважимо, що до 1998 року стратегія монетарної політики Національного банку Польщі ґрунтувалась на контролюванні обмінного курсу та пропозиції грошей. Фактично пропозиція грошей, як офіційна проміжна ціль у 1992–1999 рр., залишалася поза контролем центрального банку і могла відхилятися від цільового значення на величину до 60%. За цей період у чинниках зростання грошової пропозиції відбулися структурні зрушення: якщо в 1992–1994 рр. зростання грошової пропозиції зумовлювалося насамперед дефіцитом державного бюджету, то в 1995 році головну роль у пропозиції грошей відігравали чисті іноземні активи, а протягом 1996–1999 рр. – чисті кредити нефінансовому сектору [24]. Так, швидке зростання чистих іноземних активів у 1993–1995 рр. було пов'язане з профіцитом поточного рахунку, а також із зовнішньою торгівлею та туризмом і масивним припливом капіталу у формі іноземних прямих і портфельних інвестицій. Притік іноземного капіталу в поєднанні з режимом фіксованого курсу спричинив надлишкову ліквідність банківського сектору, яка з 1994 року стала основним чинником зниження ефективності монетарної політики Національного банку Польщі через зменшення чутливості банків до його рестрикційної політики.

У цей період центральний банк проводив широкомасштабні стерилізаційні операції на відкритому ринку, які поєднувалися з політикою зростання офіційних відсоткових ставок. Ці заходи стимулювали надходження в країну іноземного капіталу, що відповідно спонукало до проведення подальших стерилізаційних операцій Національного банку Польщі в зростаючих обсягах.

Жорстка монетарна політика в 1997 році мало допомогла в обмеженні зростання пропозиції грошей, яка перевищила цільове значення майже на 40%, значною мірою через високу динаміку кредитування домогосподарств і підприємств. Оскільки банки не реагували на рестрикційну монетарну політику, Національний банк Польщі вдався й до безпрецедентних заходів. Зокрема, у вересні 1997 року він почав приймати 6–9-місячні депозити безпосередньо від суб'єктів економіки відсоткові ставки, під вищі за ринкові [271]. Метою цієї операції було зниження темпів нарощування споживчого кредитування та стимулювання населення до заощаджень, що мало скоротити внутрішній попит.

У жовтні 1997 року Національний банк Польщі прийняв «Середньострокову стратегію монетарної політики» і затвердив режим прямого таргетування інфляції як офіційну стратегію монетарної політики в Польщі. Зауважимо, що Польща перейшла до таргетування інфляції за режиму валютного коридору. У січні 1998 року відбулася зміна валютного паритету, який налічував п'ять валют, на бівалютний – євро (55%) та долар (45%). Із липня 1998 року Національний банк припинив прямі інтервенції на валютному ринку, а з липня 1999 року – й непрямі. Попри те, що плаваючий обмінний курс було офіційно встановлено в квітні 2000 року, центральний банк Польщі впродовж 1998–2000 рр. фактично не втручався у діяльність валютного ринку. Ще до прийняття рішення щодо вільного плавання злого центрального банк неодноразово розширював коридор обмінного курсу національної валюти [220, с.99].

Послаблення контролю за валютним курсом супроводжувалося посиленням ролі офіційних відсоткових ставок як інструменту монетарної політики. У монетарному трансмісійному механізмі Польщі, як і в інших країнах із плаваючим обмінним курсом, основним інструментом грошово-кредитної політики стали офіційні ставки центрального банку. Це відобразилося в моделі монетарного трансмісійного механізму Польщі, за допомогою якої досліджується вплив внутрішньої відсоткової ставки на інфляцію в країні (рис.4.17).



Джерело: [271].

**Рис. 4.17. Мала структурна модель монетарного трансмісійного механізму в Польщі**

Загалом у забезпеченні дієвості монетарного трансмісійного механізму щодо досягнення цілей грошово-кредитної політики Національного банку Польщі велику роль відіграють її інструменти. До переходу до таргетування інфляції центральний банк напрацював ринковий інструментарій грошово-кредитної політики, який нині дає змогу ефективно керувати короткостроковими ринковими ставками на міжбанківському ринку. Національний банк регулює їх переважно через операції на відкритому ринку, а також шляхом випуску цінних паперів власного боргу.

Ефективно діючий інструментарій і трансмісійний механізм грошово-кредитної політики Національного банку Польщі, а також запровадження нового режиму таргетування інфляції дали змогу знизити рівень інфляції в країні до прийняттого рівня, проте з 1999 року жодної короткострокової інфляційної цілі центральний банк не досягнув. Дослідники трансмісійного механізму Польщі висловили з цього приводу примітну заувагу: навіть глибокого розуміння каналів монетарної трансмісії не достатньо для того, щоб центральний банк був спроможний досягти наперед оголошених цілей монетарної політики [271]. Досвід Польщі свідчить: шоки пропозиції, такі як непередбачувані зміни цін на нафту на міжнародних ринках або коливання цін на продукти харчування, що входять до споживчого кошика, мають величезний і невідконтрольний для центрального банку вплив на інфляцію.

*Грошово-кредитна політика центрального банку Угорщини (Magyar Nemzeti Bank).* З початком перехідних процесів Угорщина, як і інші країни з перехідною економікою, запровадила прив'язку обмінного курсу форинта до кошика валют, а з 1995 року – режим повзучої прив'язки, що дозволило знизити інфляцію з майже 30% у 1995 році до близько 10% у 1999 р. Ціновий тиск прив'язки обмінного курсу певний час стримувався завдяки контролю за короткостроковими потоками капіталу. Проте у 2000 році інфляція знову почала зростати, загостривши проблему вузького діапазону курсових коливань та ефективності монетарної політики.

Так, у 1995–2001 рр. простір для заходів монетарної політики визначався режимом вузького валютного коридору. Через нерозвиненість фінансового ринку основними інструментами на початковому етапі становлення грошово-кредитної політики центрального банку Угорщини були валютні інтервенції, резервні вимоги та широкий спектр стерилізаційних операцій (зворотне репо, депозити, векселі центрального банку). Дія стерилізаційних інструментів спрямовувалась на поглинання надлишкової ліквідності, спричиненої надходженням іноземних капіталів у країну та проведенням центральним банком інтервенцій з метою утримання курсу форинта в межах вузького валютного коридору.

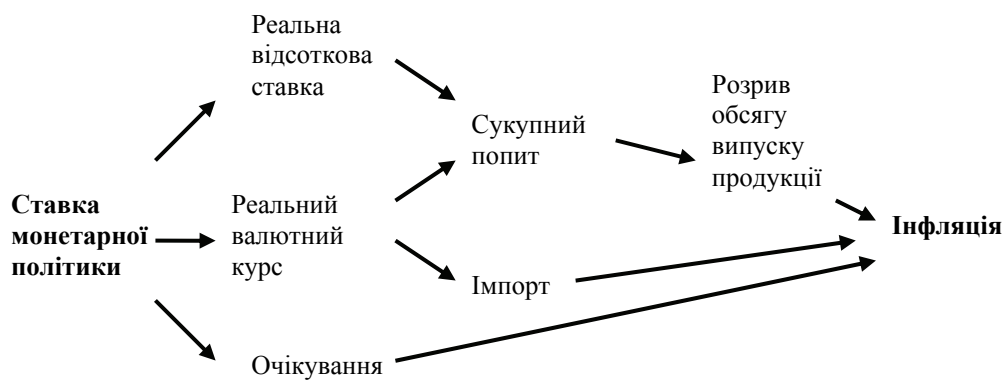
З огляду на зростаючу вартість операцій зі стерилізації надлишкової ліквідності угорських банків виникла необхідність у кардинальній зміні політики центрального банку Угорщини: у травні 2001 р. діапазон коли-



вань обмінного курсу форинта стосовно євро було розширено до  $\pm 15\%$ , одночасно скасовано контроль за рухом капіталу, а в жовтні 2001 року – запроваджено режим таргетування інфляції.

З переходом до режиму таргетування інфляції відбулись зміни в інструментах монетарної політики, зумовлені тим, що активна дезінфляційна політика потребувала ефективного інструментарію. Вагомішу роль стала відігравати процентна політика. Для зниження зайвої волатильності міжбанківських короткострокових відсоткових ставок було звужено коридор офіційних ставок центрального банку за кредитами та депозитами овернайт, у якому утримуються ставки за міжбанківськими операціями овернайт.

На сучасному етапі розвитку банківська система Угорщини має надлишкову ліквідність. Якщо до 2001 р. її причиною були валютні інтервенції центрального банку, то нині – випуск казначейством валютних облігацій, конвертованих центральним банком Угорщини. З огляду на це, центральний банк змушений здійснювати постійні депозитні операції без кількісних обмежень. Нині вони є основними в його політиці, а ставка за двотижневими депозитами – ключовою. Зміна ключової ставки центрального банку Угорщини сигналізує про його майбутню поведінку і таким чином впливає через різні канали монетарного трансмісійного механізму на досягнення інфляційної цілі (рис. 4.18).

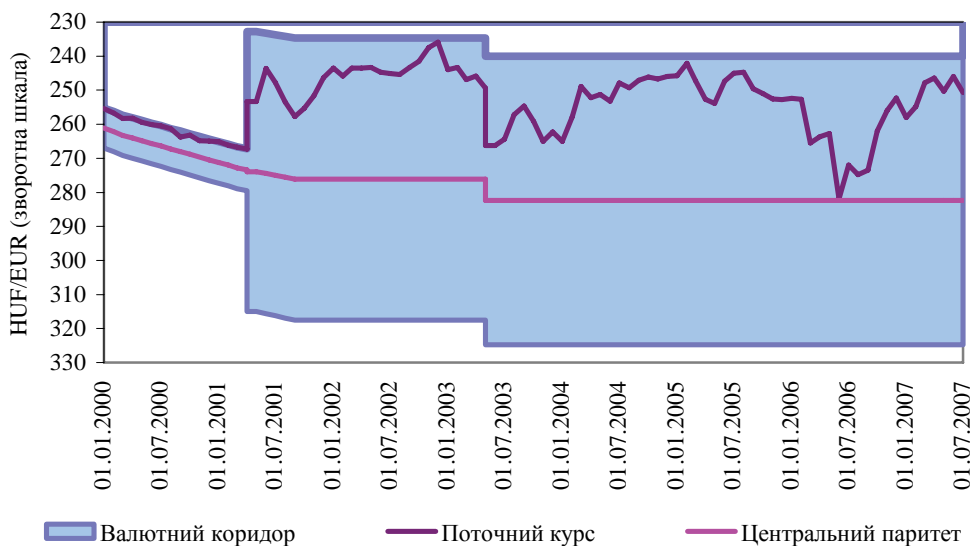


Джерело: [276].

**Рис. 4.18. Механізм монетарної трансмісії в Угорщині**

У сучасній грошово-кредитній політиці центрального банку Угорщини важливе місце відводиться обмінному курсу національної валюти та контролю за його впливом на динаміку інфляції. Основним інструментом регулювання обмінного курсу є офіційні відсоткові ставки, проте валютні інтервенції залишилися важливим монетарним інструментом грошово-кредитної політики. Центральний банк здійснює граничні інтервенції на

валютному ринку (за верхньою та нижньою межами широкого валютного коридору ( $\pm 15\%$ )), аби утримувати коливання курсу форинта у визначених межах. Особливістю реалізації грошово-кредитної політики в Угорщині є те, що необхідність дотримання широкого коридору у валютній політиці та режиму таргетування інфляції зумовлює конфлікт цілей монетарної політики. Одним із негативних наслідків подвійного монетарного режиму була спекулятивна атака, що мала місце у квітні 2003 р. Вона спричинила міні-валютну кризу – девальвацію курсу форинта на 2,27% (рис. 4.19).



Джерело: дані офіційного сайту центрального банку Угорщини [132].

**Рис. 4.19.** Валютна політика центрального банку Угорщини в 2000–2007 рр.

### Грошово-кредитна політика Національного банку Словаччини.

Становлення сучасної монетарної політики Національного банку Словаччини умовно можна розподілити на два етапи. Перший (1993–1999 рр.), початковий етап характеризувався використанням успадкованих від колишнього Державного банку Чехословаччини політики, що ґрунтується на фіксованому обмінному курсі та комбінації прямих (кредитні ліміти, цільові кредити рефінансування для сільськогосподарських підприємств) і непрямих інструментів. Другий етап (з 2000 р. – донині) характеризується вирішальною зміною у використанні інструментів монетарної політики, яка дозволила здійснити перехід від управління кількісними параметрами грошово-кредитного ринку до управління через відсоткові ставки [93].

Валютна політика протягом 1993–1998 рр. спрямовувалася на підтримання фіксованого валютного курсу. З 1993 року крона була прив'язана до кошика валют з 5 валют, а з 1994 року – з двох: німецької марки (60%) та долара США (40%). Валютний коридор бівалютного кошика мав тенден-

цію до розширення (на  $\pm 0,25\%$  з квітня 1996 року,  $\pm 0,5\%$  по липень 1994 року,  $\pm 1,5\%$  по січень 1996 року,  $\pm 3\%$  по липень 1996 року,  $\pm 5\%$  по січень 1997 р.,  $\pm 7\%$  до жовтня 1998 року). Спекулятивна атака на курс крони, здійснена 1998 року, спричинилася до його відходу за межі валютного коридору. Це спонукало скасувати з 2 жовтня 1998 року прив'язку обмінного курсу до валютного кошика і запровадити керовано-плаваючий валютний курс, який підтримувався до листопада 2005 року.

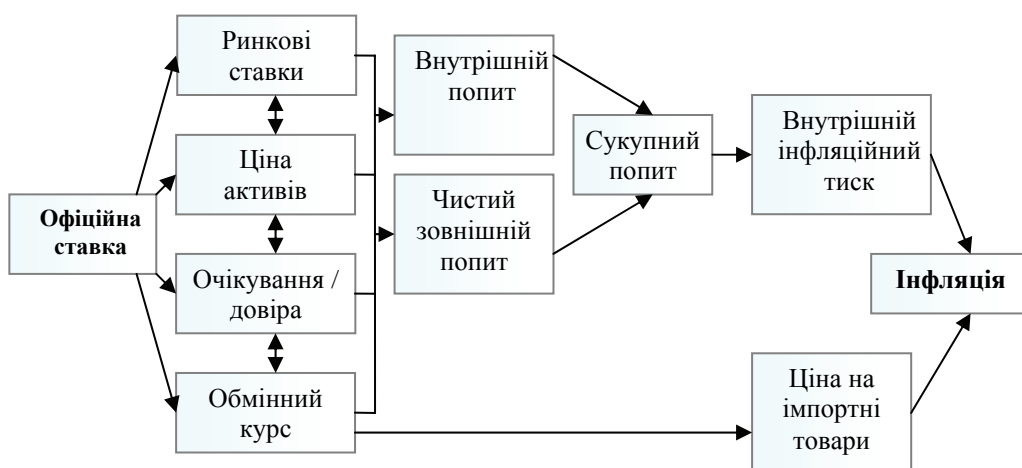
Підставами для такого рішення були очікування стосовно девальвації крони, зменшення зацікавленості іноземних інвесторів, криза 1998 року, великими заявками комерційних банків щодо купівлі валютних резервів. За валюту-орієнтир було обрано євро. Запровадження режиму керованого плавання валютного курсу означало, що словацькі банки вже не могли щодня купувати і продавати іноземну валюту на умовах фіксингу, оскільки Національний банк Словаччини перестав здійснювати двосторонні інтервенції і таким чином впливати на валютний ринок. За режиму керованого плавання курс словацької крони почав визначатися попитом і пропозицією на грошовому ринку. Центральний банк впливав на курсоутворення на валютному ринку лише тоді, коли курс виходив за встановлений рівень або мав підвищену волатильність.

У 2004–2005 рр. режим керованого плавання перестав відповідати потребам словацької економіки: ревальвація крони збільшувала потребу в інтервенціях (купівлі валюти) Національним банком Словаччини. Було здійснено перехід до курсового режиму ERM 2. Він полягає в необхідності утримання курсу національної валюти на рівні центрального паритету, який у листопаді 2006 р. становив  $\approx 38,456 \pm 15\%$ . Перехід до такого режиму був пов'язаний із перспективою вступу Словаччини до ЄС.

Зазначимо, що однією з вимог вступу до ЄС є стабільність обмінного курсу впродовж 2 років у режимі ERM 2. Стабільність обмінного курсу означає невелику волатильність у межах центрального паритету і відсутність процесів девальвації. Для регулювання валютного ринку в певних випадках використовуються валютні інтервенції, проте, якщо їх обсяг перевищує 750 млн. євро, на здійснення подальших інтервенцій необхідно одержати дозвіл Європейського центрального банку.

Нині грошово-кредитна політика Словаччини функціонує в режимі таргетування інфляції, запровадженому з 2005 р. в поєднанні з валютним режимом ERM 2. У Словаччині цінова стабільність, як складова макроекономічної стабільності, і стратегія запровадження євро є спільними цілями грошово-кредитної та фіскальної політики. Подвійний режим грошово-кредитної політики Словаччини зумовив специфіку її трансмісійного механізму, в структурі якого основними є два канали – курсовий і процентний (рис. 4.20). Курсовий канал – швидкий та сильний, тоді як процентний – повільніший та слабший. Співвідношення за силою та швидкістю

впливу цих каналів становить приблизно 2:1. Процентний канал у Словаччині має свої особливості. Вони полягають у тому, що офіційні ставки несуттєво впливають на відсоткові ставки на грошово-кредитному ринку. Найбільший вплив вони мають на ставки за кредитами банків населенню у національній валюті. Проте обсяг цих кредитів, навіть при тенденції до швидкого зростання, є незначним. Переважну кількість позичок словацькі банки надають в іноземній валюті, тож на відсоткові ставки за цими кредитами впливають насамперед офіційні ставки Європейського центрального банку, оскільки більшість з словацьких банків – банки з іноземним капіталом. З огляду на це, процес доларизації грошово-кредитного ринку є одним із чинників, який знижує дієвість грошово-кредитної політики Національного банку Словаччини [93].



Джерело: [93].

**Рис. 4.20.** Трансмісійний механізм грошово-кредитної політики у Словаччині

Таким чином, проведені дослідження еволюції монетарної політики країн із сучасним режимом інфляційного таргетування (Чехія, Польща, Угорщина, Словаччина) дало змогу узагальнити їх досвід удосконалення дії трансмісійного механізму і зробити ряд висновків.

1. Зазначені країни до переходу до нового монетарного режиму інфляційного таргетування мали умови розвитку монетарної політики, подібні до нинішніх в Україні. Основними проблемами становлення ефективної монетарної політики в цих країнах свого часу були відкритість і перехідний етап розвитку економік, приплив іноземного капіталу та надлишкова ліквідність банківської системи, неузгодженість грошово-кредитної й фіскальної політик, доларизація економіки, що позначилося на структурі монетарного трансмісійного механізму, в якому домінував валютний канал, а в монетарному інструментарії – валютні інтервенції центрального банку.

2. Рішення центральних банків цих країн щодо переходу до режиму таргетування інфляції були зумовлені неможливістю в умовах зростаючої відкритості економіки контролювати інфляцію через такі проміжні цілі, як валютний курс чи монетарні агрегати (Польща, Словаччина, Угорщина), а також неможливістю утримувати курс національної валюти в період кризи (Чехія).

3. Зміни в монетарному режимі досліджуваних країн розпочинались зі змін у валютній політиці центральних банків. Вона пройшла шлях від різних форм штучного підтримання курсу національної валюти до вільного плавання у Чехії та Польщі й режиму широкого ( $\pm 15\%$ ) валютного коридору (ERM 2) в Угорщині та Словаччині. Причому, якщо за режиму плаваючого валютного курсу центральні банки Чехії та Польщі у валютній політиці дотримуються правила невтручання у роботу валютного ринку, то у Словаччині та Угорщині за валютного режиму ERM 2 граничні валютні інтервенції й досі залишилися важливою операцією центрального банку, а валютний канал – важливим каналом у трансмісійному механізмі монетарної політики цих країн.

4. За режиму таргетування інфляції необхідно мати ефективний інструментарій грошово-кредитної політики. При цьому зростає роль процентної політики: офіційні відсоткові ставки центрального банку стають основним інструментом грошово-кредитної політики, а процентний канал – основним каналом монетарного трансмісійного механізму.

Досягнення цільового показника інфляції у країнах із режимом інфляційного таргетування забезпечується впливом центрального банку на рівень відсоткових ставок в економіці. При цьому процентна політика ґрунтується на певних правилах: офіційні відсоткові ставки за інструментами монетарної політики утворюють коридор, у межах якого здійснюється контроль за короткостроковими відсотковими ставками на міжбанківському ринку та їх утримання на рівні, наближеному до ключової ставки центрального банку.

5. Сучасна монетарна політика в досліджуваних країнах проводиться в умовах надлишкової ліквідності банківської системи. Це зумовлює домінуючу роль стерилізаційних операцій, а також визначає ключову ставку центрального банку, тобто ставку, за якою здійснюється найбільший обсяг його операцій. Нею нині є ставка за депозитними операціями із 7 або 14-денною строковістю.

Вивчення досвіду щодо вдосконалення грошово-кредитної політики та монетарних трансмісійних механізмів у Чехії, Польщі, Угорщині, Словаччині дало змогу виділити напрями їх удосконалення в Україні з урахуванням вітчизняних особливостей. Основними з них, на нашу думку, можуть бути:

– підвищення ролі процентної політики в регулюванні грошово-кредитного ринку, що дало б змогу знизити волатильність короткострокових відсоткових ставок на вітчизняному міжбанківському ринку і через криву дохідності впливати на відсоткові ставки на фінансовому ринку, а в подальшому – на попит і пропозицію грошей та інфляцію в країні;

– вирішення проблеми надлишкової ліквідності банківської системи України, що дало б змогу підвищити чутливість грошово-кредитного ринку до змін в грошово-кредитній політиці та ефективність дії монетарного трансмісійного механізму;

– розширення меж валютного коридору та перехід у середньостроковій перспективі до режиму вільного плавання обмінного курсу, що мінімізує присутність НБУ на внутрішньому валютному ринку та зменшить роль валютного каналу у вітчизняному трансмісійному механізмі;

– зниження фінансової доларизації в країні, що дасть змогу зменшити питому вагу іноземної валюти в пропозиції грошей та посилити важелі управління НБУ монетарною сферою;

– запровадження в середньостроковій перспективі монетарного режиму, що базується на зрозумілій для суб'єктів економіки цілі грошово-кредитної політики – цінній стабільності. Цьому передуватиме досягнення узгодженості грошово-кредитної і фіскальної політики, а їх спільною ціллю має бути забезпечення цінної стабільності, у межах якої центральний банк підтримуватиме загальноекономічну політику уряду.

## **4.2. Доларизація: причини та наслідки для економіки України**

Доларизація – економічне явище, суть якого полягає у витісненні національної грошової одиниці стабільнішою іноземною валютою. Термін «доларизація» походить від назви грошової одиниці Сполучених Штатів Америки – долара, проте на практиці слугує для визначення процесу заміщення внутрішньої валюти конвертованою валютою (не обов'язково долларом США).

В економічній теорії виділяють три види доларизації [109, с. 264 – 284]:

1. *Офіційна (повна) доларизація* існує в країнах, в яких іноземна валюта слугує офіційною внутрішньою грошовою одиницею, і виникає в процесі розширення офіційної зони однієї з конвертованих валют.

Офіційно доларизовані країни найчастіше використовують як внутрішню грошову одиницю долар США (Панама – з 1904 р., Еквадор – з 2000 р., Сальвадор – з 1999 р., Пуерто-Ріко – з 1899 р., Маршалові острови – з 1944 р. та інші країни). Крім долара США, за межами країни-емітента поширеним є також офіційне використання євро – в Андоррі, Чорногорії, Ватикані, Сан-Маріно, Монако та інших країнах. Валюта інших держав є офіційною внутрішньою грошовою одиницею, наприклад, у таких країнах як Північний Кіпр (турецька ліра) та Гренландія (датська крона), Кокосові острови, Тувалу, Науру (австралійський долар).

2. *Напівофіційна доларизація* існує в напівофіційно доларизованих країнах, де іноземна валюта використовується нарівні з національною валютою як рівноцінний і законний платіжний засіб: скажімо, у Таджикистані – російський і таджицький рублі, Гаїті – гаїтянський гурд і долар США, Ліберії – ліберійський долар і долар США, Багамах – багамський долар і долар США, Брунеї – брунейський долар і сінгапурський долар. На відміну від офіційно доларизованих країн, країни з бівалютними системами мають змогу проводити внутрішньою монетарною владою національну грошово-кредитну політику.

3. *Неофіційна доларизація* існує в країнах, де іноземна валюта не є легальним платіжним засобом, проте становить значну питому вагу в грошовій масі, що перебуває в обігу в цій країні. Внутрішня валюта використовується тут головним чином для здійснення офіційних угод і платежів (податки, збори тощо), у той час як долар чи інша іноземна валюта відіграє важливу роль у проведенні великих операцій і накопиченні заощаджень. Розвиток неофіційної доларизації, зазвичай, є наслідком макроекономічної нестабільності в економіці і свідчить про недовіру до національної валюти, а також про те, що вона слабкіша грошова одиниця порівняно з експансивною іноземною валютою.

Саме неофіційна доларизація набула значного поширення в економіці України. Тому гривня частково витісняється із внутрішнього ринку, а у виконанні функцій грошей (засіб обігу, платежу, заощадження, нагромадження) поряд з національною валютою бере участь іноземна – долар США і рідше, проте з тенденцією до зростання, – євро.

Дослідження динаміки розвитку процесів доларизації вітчизняної економіки засвідчило, що основними сучасними формами її прояву в Україні є [97]:

- доларизація пасивів та активів фінансово-кредитних установ (фінансова доларизація);
- збереження іноземної готівки поза межами банківської системи (на руках у населення);
- відкриття валютних депозитів, а також придбання іноземних цінних паперів та інших видів негрошових активів за кордоном.

Зазначимо, що кількісно визначити рівень доларизації в країні за двома останніми формами прояву важко через її тіньовий характер.

Фінансова доларизація спостерігається тоді, коли значна частина фінансових активів і пасивів деноміновані в іноземній валюті. В Україні вона виявляється головним чином у доларизації депозитів та кредитів. Для кількісного визначення фінансової доларизації використовують відповідні показники. Зокрема, за методикою Міжнародного валютного фонду рівень доларизації економіки визначають на основі відношення величини депозитів в іноземній валюті до грошової маси. Високодоларизованою вва-

жають економіку країни, якщо значення цього показника перевищує 30%. За показником частки валютних депозитів у грошовій масі (М3) Україна належить до країн із «помірною» доларизацією. Проте, привертає увагу тенденція до його зростання, яка мала місце до 2006 року. Так, якщо у 2001–2002 рр. обсяги депозитів в іноземній валюті у структурі грошової маси не перевищували 19%, то впродовж 2003–2005 рр. вони становили понад 20%, а на кінець 2006 р. – близько 27% (рис. 4.21).



Джерело: Розраховано за даними Бюлетеня Національного банку України.

**Рис. 4.21. Динаміка показників доларизації економіки України у 2000–2007 рр.**

Найбільш загальним показником, що характеризує рівень доларизації в країні, є питома вага іноземної валюти в грошовій масі (М3). Як засвідчив розрахунок, його значення та динаміка майже збігаються із значенням та динамікою змін попереднього показника.

Фінансову доларизацію можна аналізувати також за показниками питомої ваги депозитів у іноземній валюті в загальному обсязі депозитів (депозитна доларизація) та питомої ваги кредитів у іноземній валюті в загальному обсязі банківських кредитів, наданих суб'єктам економіки (кредитна доларизація). Із аналізу даних, наведених на рис. 4.2.1, випливає, що рівень доларизації за цими показниками є високим: доларизація депозитів на кінець 2006 р. становила 32,1%, а кредитів – близько 50%.

Проведений аналіз рівня доларизації кредитів та депозитів у розрізі суб'єктів господарювання і фізичних осіб показав, що депозити суб'єктів господарювання та надані їм кредити банків характеризуються меншим рівнем доларизації порівняно з депозитними та кредитними операціями банків з фізичними особами (рис. 4.22 і 4.23).





Джерело: Розраховано за даними Бюлетеня Національного банку України.

**Рис. 4.22. Динаміка доларизації депозитів у банках у 2000–2007 рр.**

Так, якщо питома вага депозитів суб'єктів господарювання в іноземній валюті у загальному обсязі їх депозитів становила на кінець 2007 р. 21,7%, а питома вага кредитів суб'єктам господарювання в іноземній валюті у загальному обсязі наданих їм кредитів – 41,5%, то доларизація депозитів фізичних осіб і наданих їм банківських кредитів становила 39,4 та 64,6%. Це свідчить, про те, що населення – найчутливіший суб'єкт економіки до чинників та процесу доларизації в країні.



Джерело: Розраховано за даними Бюлетеня Національного банку України.

**Рис. 4.23. Динаміка доларизації банківських кредитів у 2000–2007 рр.**

Слід відмітити, що з 2007 року намітилася позитивна тенденція до зменшення досліджуваних нами показників доларизації за виключенням доларизації кредитів, у тому числі у розрізі суб'єктів кредитування (див. рис. 4.21–4.23). Зменшення доларизації депозитів, на нашу думку, були зумовлені втратою долларом США позицій стабільної валюти, а також очікуваннями суб'єктів економіки щодо змін у валютній політиці Національного банку та перехід до режиму більш гнучкого курсоутворення.

Поряд з цим збереження тенденції до зростання доларизації кредитів пов'язана, по-перше, із розвитком довгострокового кредитування (іпотечного та автокредитування) і намаганнями банків уникнути валютних ризиків, пов'язаних із довгостроковими кредитними операціями шляхом надання кредитів в іноземній валюті. По-друге, привабливість іноземних кредитів для позичальників зумовлена відсотковими ставками, рівень яких нижчий, порівняно з відсотковими ставками за кредитами в національній валюті.

Зростаюча доларизація кредитів на фоні зниження доларизації депозитної ресурсної бази банків зумовлює проблему поглиблення валютних дисбалансів у банківській системі, яка виявляється у невідповідності обсягів залучених депозитів в іноземній валюті обсягам кредитів, наданих банками в іноземній валюті. Так, співвідношення депозитів та кредитів в іноземній валюті на кінець 2006–2007 років склало відповідно 58 та 42%. Загрозливими стали строкові дисбаланси, що нині спостерігаються у вітчизняній банківській системі: співвідношення довгострокових депозитів та довгострокових кредитів в іноземній валюті за станом на кінець 2006 та 2007 рр. було відповідно близько 40% та 27%. Це свідчить про тенденцію накопичення системних ризиків для фінансової стійкості усієї банківської системи через заміщення внутрішньої ресурсної бази депозитного характеру в іноземній валюті іншими джерелами, насамперед іноземними заощадженнями. Напрями руху останніх є найбільш непередбачуваними особливо в умовах зростаючої нестабільності на міжнародних фінансових ринках та наміченого переходу України до монетарного режиму, що базується на цій стабільності та гнучкому курсоутворенні. Варто зазначити, що такі дисбаланси свого часу стали причиною фінансових криз в країнах Латинської Америки та Азії.

Про доларизацію в країні можна також судити за динамікою таких показників як щомісячне сальдо введення-вивезення іноземної валюти суб'єктами економіки, обсяги та сальдо операцій з купівлі-продажу валюти на безготівковому та готівковому ринках. Наприклад, про зростаючу доларизацію економіки свідчать обсяги операцій на готівковому ринку між банками та населенням, які зросли з початку 2003 року в сотні разів (рис. 4.24).

Такий феномен як заробітна плата «у конвертах», зумовлений великим податковим навантаженням на фонд оплати праці, а також значні надходження грошових трансфертів від трудових мігрантів були причиною того,

що до серпня 2004 року обсяги купівлі банками валюти у населення були більшими за обсяги продаж. Проте з вересня 2004 р. різниця між купівлею та продажем банками валюти населенню стала від'ємною. Ця ситуація мала підґрунтям політичну нестабільність. Нині вона частково зумовлена необхідністю виконання зобов'язань фізичних осіб за валютними кредитами за рахунок купівлі валюти, оскільки основною валютою їх доходів є гривня. Загалом те, що населення надає перевагу операціям з купівлі валюти, свідчать про поглиблення процесу доларизації в країні внаслідок певної недовіри до національної валюти та негативних очікувань.



Джерело: Розраховано за даними офіційного сайту Національного банку України [127].

**Рис. 4.24.** Динаміка обсягів операцій банків на готівковому валютному ринку у 2000–2007 рр.

Найбільш негативним наслідком такої поведінки фізичних осіб, на нашу думку, є вилучення іноземної валюти з обігу і збереження на руках у населення. Негативний вплив цієї форми прояву доларизації проявляється у пасивності заощаджень, які не можуть бути інвестовані через фінансову систему на розвиток економіки країни.

Практика свідчить, що, крім валютних дисбалансів та вилучення іноземної готівки з обігу для збереження на руках у населення, негативними наслідками доларизації вітчизняної економіки є ослаблення впливу центрального банку на грошово-кредитну сферу, що знижує ефективність монетарної політики. Це зумовлено тим, що внаслідок доларизації важливою складовою пропозиції грошей стає іноземна валюта, для контролю за якою Національний банк має обмежені монетарні важелі управління.

У доларизованій економіці іноземна валюта бере участь у грошовому обігу і тим самим впливає на формування попиту на гроші. Причому попит на іноземну валюту мають як суб'єкти зовнішньоекономічної діяльності, так і населення та суб'єкти господарювання, діяльність яких не пов'язана із зовнішніми зв'язками. Наслідком цього є підвищена чутливість суб'єктів економіки до динаміки валютного курсу та висока залежність внутрішнього грошового обігу від шоків зовнішнього ринку.

Із високим рівнем доларизації економіки пов'язані великі валютні ризики девальвації чи ревальвації. Через волатильність курсу напряму руху капіталу, номінованого в іноземній валюті, може змінитися, що загрожуватиме стійкості фінансової системи. Аби уникнути подібної ситуації, необхідно підтримувати стабільність курсу за допомогою інструментів грошово-кредитної політики. Наслідком такої політики в Україні стала деформація каналів грошової пропозиції, про що свідчить те, що основним каналом безготівкової емісії гривні є купівля іноземної валюти для формування золотовалютного резерву. Для цих цілей, наприклад, у 2006–2007 рр. спрямовано відповідно 62,6% та 94,3% введених в обіг Національним банком України платіжних засобів.

Негативний вплив доларизації полягає також у стимулюванні зростання інфляційних процесів в Україні через розширення грошової пропозиції і тим самим пом'якшення монетарної політики. Крім того, результатом доларизації економіки є недоодержання сеньйоражу, тобто емісійного доходу, який є важливим фінансовим ресурсом кожної країни. Недоодержання емісійного доходу прямо пропорційне рівню заміщення гривні іноземною валютою.

Таким чином, за умов що склалися в Україні, назріла потреба в проведенні активнішої політики, спрямованої на подолання несприятливих тенденцій у грошово-кредитній системі країни. В її основі, на нашу думку, має бути комплекс заходів, спрямованих на нівелювання впливу чинників, що породжують доларизацію економіки України.

Ретроспективний аналіз чинників розвитку процесу доларизації в Україні свідчить, що на початковому етапі її розвитку основними причинами були висока інфляція та прагнення резидентів захистити свої активи від інфляції та девальвації. Сучасний етап (2000–2008 рр.) розгортання цього процесу характеризується збільшенням чинників доларизації та ускладненням їх впливу на економіку країни.

Проведене узагальнення факторів, що зумовлюють проблему доларизації вітчизняної економіки, дозволило поділити їх на зовнішні та внутрішні.

Нині зовнішнім чинником доларизації слугують значні обсяги надходження іноземного капіталу та експортної виручки. Інвестиційна привабливість нашої країни зумовлена, по-перше, тим, що українська економіка знаходиться на етапі розвитку, а тому має великий попит на капітал.

По-друге, приплив іноземного капіталу стимулюється вищою його доходністю порівняно з вартістю фінансових ресурсів за кордоном. По-третє, політикою держави, спрямованою на лібералізацію руху капіталу та поліпшення бізнес-клімату в Україні. Особливе місце у створенні сприятливих передумов для надходження іноземного капіталу належить грошово-кредитній політиці Національного банку України, яка базувалася до травня 2008 року на підтримці стабільності курсу гривні щодо долара США у вузькому діапазоні. Така політика сприймається іноземними інвесторами як неформальні гарантії стабільності курсу, вона стимулювала зростання обсягів інвестиційних та інших операцій в іноземній валюті без відповідного хеджування валютних ризиків.

До зовнішніх чинників доларизації вітчизняної економіки слід віднести її зростаючу відкритість. Розширення та розвиток міжнародної торгівлі зумовлюють участь суб'єктів зовнішньоекономічної діяльності в процесі ціноутворення та розрахунках на світових ринках сировинної та стандартизованої продукції, які традиційно проводяться в доларах та євро. Крім того, швидшою та ефективнішою є система міжнародних банківських розрахунків у цих валютах. Зазначене спонукає суб'єктів економіки використовувати доларові активи як засоби платежу та нагромадження.

Щодо внутрішніх чинників доларизації української економіки, то, на нашу думку, основними з них є:

1. Значні інфляційні очікування суб'єктів економіки та високий рівень фактичної інфляції, спричинений політичною та макроекономічною нестабільністю, які залишаються традиційними факторами доларизації економіки України протягом усього періоду розвитку цього процесу. Якщо порівняти рівні внутрішньої інфляції та інфляції в країні, валюта якої є експансивною відносно національної, а також рівні номінальних і реальних процентних ставок за депозитними та кредитними операціями в національній та іноземній валюті, то легко зрозуміти, чому виникає попит на іноземну валюту та прагнення суб'єктів економіки нарощувати активи та пасиви в доларах США і євро.

2. Державна політика щодо запозичень, орієнтована головним чином на іноземний корпоративний сектор та розміщення облігацій зовнішньої державної позики. Вона хоч і дає змогу залучити дешеві фінансові ресурси, проте в підсумку є вагомим чинником зростання доларизації в країні та позбавляє стимулів розвитку внутрішнього фінансового ринку. Нерозвиненість фінансового ринку, передусім, ринку державних цінних паперів, а також його інструментів звужує можливості інвесторів щодо вкладення вільних коштів у національній валюті.

3. Недосконалість законодавчо-нормативної бази та методичної бази, а також діючого режиму грошово-кредитної політики, що базується на

прив'язці гривні до долара США створює передумови нарощення резидентами активних та пасивних операцій саме в іноземній валюті.

4. Недостатня роль пруденційного нагляду у розв'язанні проблеми строкових та валютних дисбалансів у банківській системі шляхом підвищення відповідальності банків за взяті на себе валютні та кредитні ризики.

Комплексне застосування заходів, спрямованих на усунення негативного впливу внутрішніх чинників доларизації, дозволить знизити її рівень в Україні, мінімізувати можливі негативні наслідки процесів фінансової лібералізації та забезпечити добровільне надання переваги суб'єктами економіки національній валюті.

### **4.3. Ліквідність банківської системи України**

#### **4.3.1. Сутність та структура ліквідності банківської системи**

Управління ліквідністю банківської системи є одним із пріоритетних завдань центральних банків кожної країни. Це пов'язано із тією роллю, яку виконує ліквідність в діяльності кожного банку і банківської системи в цілому. Ліквідність є однією із загальних якісних характеристик діяльності банку, що обумовлює його надійність, стійкість та конкурентоспроможність. У процесі своєї діяльності банківські установи постійно наражаються на ризик ліквідності, тобто ймовірності настання ситуації невідповідності між попитом і пропозицією коштів та неспроможності банку своєчасно й у повному обсязі виконати свої грошові зобов'язання. Причому негативний вплив на діяльність банку має як недостатня, так і надлишкова його ліквідність.

Низький рівень ліквідності банку обмежує його платоспроможність, спричиняє втрату довіри клієнтів, зниження доступу та підвищення вартості зовнішніх джерел фінансування для підтримання ліквідності, а відповідно й фінансові проблеми. Ураховуючи характер тісних взаємовідносин між банками через ефект «доміно», криза ліквідності одного банку може поширитись на інші банки, створюючи загрозу дестабілізації усїєї банківської системи країни. Надлишкова ліквідність банку свідчить про його неспроможність ефективно розпоряджатися наявними вільними ресурсами і спричиняє збитки та проїдання капіталу. Надлишкова ліквідність усїєї банківської системи знижує дієвість інструментів грошово-кредитної політики, а відповідно й її ефективність щодо досягнення поставлених цілей. Крім цього, надлишкова ліквідність створює інфляційний навіс в економіці країни. Це пов'язано з тим, що інфляція є монетарним явищем, а тому без відповідного економічного зростання, середньо-і довгострокове розширення пропозиції грошей чинить тиск на ціни у напрямі їх підвищення.

З огляду на це винятково важливого значення набуває проблема управління ліквідністю банківської системи, розв'язання якої має ґрунту-

ватися на глибокому теоретичному осмисленні сутності економічної категорії та явища ліквідності.

Термін «ліквідність» (від лат. *liquidus* – рідкий, текучий) у буквальному розумінні слова характеризує легкість реалізації, продажу, перетворення матеріальних цінностей у грошові кошти [69, с.6]. В економічній літературі та на практиці категорія «ліквідність» застосовується для характеристики різних об'єктів, наприклад, товару, цінних паперів, підприємства, ринку, балансу тощо.

Проведений аналіз дефініцій «ліквідність банку», «ліквідність банківської системи», наведених у літературних джерелах і вітчизняному законодавстві, свідчить про відсутність єдиного і однозначного їх визначення. Це зумовлено різноманітністю підходів у дослідженні категорії та складністю явища банківської ліквідності.

Зокрема, Е. Галицька, Л. Висоцька пропонують розглядати банківську ліквідність як трирівневу систему категорій, яка включає такі елементи: ліквідність активів та ліквідність пасивів (1 рівень), ліквідність балансу банку та ліквідність банку (2 рівень), ліквідність банківської системи (3 рівень) [27, с. 20]. На нашу думку, більш доцільним є дослідження сутності банківської ліквідності на двох рівнях: мікрорівень (ліквідність банку, складовими елементами якої є ліквідність активів та балансу банку) та макрорівень (ліквідність банківської системи). Розмежування сутності банківської ліквідності на цих двох рівнях є принциповим для процесу управління ліквідністю, яке на мікрорівні здійснюється в кожному окремому банку шляхом саморегулювання з урахуванням чинних нормативних вимог, на макрорівні – через реалізацію регулятивних функцій центрального банку.

*Мікрорівень (ліквідність банку).* Найпоширенішим є трактування ліквідності банку як його спроможності своєчасно і в повному обсязі виконувати свої зобов'язання [69, с.7]. В Інструкції про порядок регулювання діяльності банків в Україні від 28 серпня 2001 року № 368 ліквідність банку визначається як здатність банку забезпечити своєчасне виконання своїх грошових зобов'язань, яка визначається збалансованістю між строками і сумами погашення розміщених активів та строками і сумами виконання зобов'язань банку, а також строками і сумами інших джерел і напрямів використання коштів [61]. Такий підхід характеризує банківську ліквідність як потік.

У деяких літературних джерелах банківська ліквідність трактується як запас. За цим підходом ліквідність банку визначається наявністю у нього в достатній кількості активів, які в разі необхідності можуть бути швидко і з мінімальними втратами реалізованими [58, с. 110].

Кожний банк має володіти запасом ліквідних активів, які можуть бути використані для виконання його поточних зобов'язань. У разі їх тимчасової нестачі банк може залучити (купувати) кошти на грошовому ринку. З

огляду на це управління ліквідністю на мікрорівні окремого банку означає підтримання її на достатньому рівні для своєчасного виконання усіх прийнятих на себе зобов'язань з урахуванням їх обсягів, строковості й валюти платежів шляхом забезпечення оптимального співвідношення активів і пасивів за строками і сумами та оптимального співвідношення між власними та залученими коштами з метою мінімізації витрат на підтримку ліквідності банку.

Відомо, що зобов'язання банку складаються із реальних і потенційних. Реальні зобов'язання відображені в балансі банку у вигляді депозитів, залучених міжбанківських ресурсів, коштів кредиторів тощо. Потенційні – зобов'язання, відображені на позабалансових рахунках, зокрема надані банком гарантії, поруки, інші зобов'язання, які передбачають їх виконання в грошовій формі. До потенційних зобов'язань банку також відносять необхідність задоволення потреб кредитоспроможних клієнтів в одержанні нових кредитів. Поділ зобов'язань банку на реальні й потенційні став підґрунтям для існування поширеного підходу до визначення ліквідності банку, відповідно до якого «ліквідність банку – це здатність банку вчасно і повністю виконувати свої поточні зобов'язання, задовольнити вимоги вкладників та попит позичальників» [48, с. 331; 78, с. 22; 58, с. 111]. Проте однією з умов розвитку кожного окремого банку по висхідній є те, що його рівень ліквідності має забезпечити не лише своєчасне, повне виконання своїх зобов'язань та задоволення попиту кредитоспроможних клієнтів на кредитні ресурси, а й сприяти розвитку інших операцій відповідно до кон'юнктури на банківському ринку. Зазначений аспект, на нашу думку, має бути також урахований у визначенні економічної категорії «ліквідність банку».

Зустрічається також визначення ліквідності як спроможності банку задовольнити потреби в готівкових коштах для своєчасного і повного виконання своїх зобов'язань [192, с. 228]. Таке тлумачення вважаємо не досить точним, оскільки воно обмежує розуміння ліквідності наявною готівкою, тоді як ліквідність банку має забезпечити виконання зобов'язань з урахуванням їх обсягів, строків, валюти та виду платежу за зобов'язанням, який може здійснюватись готівкою і безготівково.

Деякі вітчизняні та зарубіжні автори наводять визначення ліквідності, в якому наголошується на умові мінімізації витрат на виконання своїх зобов'язань [223, с. 80; 78, с. 22; 8]. Так, у підручнику під редакцією О.І. Лаврушина ліквідність банку визначається як спроможність своєчасно і без втрат виконувати свої зобов'язання перед вкладниками і кредиторами [8, с. 140]. Проте, на нашу думку, поряд із умовою своєчасності та повноти виконання зобов'язань банку, яка має забезпечити його ліквідність, умова мінімізації витрат має вторинне значення, оскільки збитки від втрати репутації та довіри вкладників через невиконання зобов'язань можуть



мати для банку несприятливі наслідки, порівняно із втратами від реалізації активів за заниженою вартістю та залучення коштів на грошовому ринку за підвищеними ставками.

Таким чином, проведений аналіз підходів до визначення дефініції «ліквідність банку» показує, що вони не дають однозначного і вичерпного її трактування через розбіжності в розумінні зобов'язань, виконання яких має забезпечити ліквідність банку (всі зобов'язання, реальні, перед вкладниками і клієнтами) та основних функцій оптимальної ліквідності банку (своєчасність, повнота виконання зобов'язань, мінімізація витрат та сприяння нарощенню операцій банку).

Проведене дослідження дозволяє визначити «ліквідність банку» як його спроможність своєчасно й у повному обсязі виконувати всі свої грошові зобов'язання та забезпечити розвиток банку на основі нарощення обсягів його операцій. Таке визначення, на нашу думку, більш повно розкриває суть категорії через урахування основних рис ліквідності (своєчасності та повноти виконання зобов'язань), а також визначення меж зобов'язань, якими є всі зобов'язання банку (реальні та потенційні), що передбачають їх виконання у грошовій формі.

*Макрорівень (ліквідність банківської системи).* Теоретичні дослідження ліквідності банківської системи, на відміну від ліквідності банку, поки що не знайшли широкого висвітлення в економічній літературі. Серед трактувань сутності ліквідності банківської системи існує підхід, за яким вона ототожнюється із спроможністю банківської системи виконувати свої функції. Так деякі вітчизняні дослідники під ліквідністю банківської системи розуміють її спроможність забезпечити своєчасне виконання всіх боргових зобов'язань перед вкладниками, кредиторами і засновниками банківських установ, можливість залучати в повному обсязі вільні кошти юридичних і фізичних осіб та надавати кредити й інвестувати розвиток економіки країни [27, с. 20]. Характеризуючи ліквідність банківської системи, автори виділяють:

– внутрішню ліквідність банківської системи – здатність виконувати свої зобов'язання перед резидентами України – юридичними і фізичними особами;

– міжнародну (зовнішню) ліквідність – здатність країни виконувати свої міжнародні зобов'язання, повертати борги. Вона, на думку авторів, відображає міжнародні резерви та зовнішні вимоги і зобов'язання органів грошово-кредитного регулювання, а також зовнішні активи та зобов'язання банків України.

Зрозуміло, що жодна банківська система не може бути ізольована від банківських систем інших країн. Проте міжнародну ліквідність банківської системи не можна ототожнювати з платоспроможністю держави, за зобов'язаннями якої вона, відповідно до чинного законодавства, не відпо-

відає. Міжнародну ліквідність банківської системи, на нашу думку, слід визначати як спроможність банківських установ своєчасно та у повному обсязі відповідати за своїми грошовими зобов'язаннями за межами країни.

У Російській банківській енциклопедії наведено трактування ліквідності банківської системи у вузькому та широкому розумінні. У вузькому розумінні ліквідність банківської системи визначається як сума розрахункових і квазірозрахункових коштів, сконцентрованих у банківській системі [192, с. 228]. Таке визначення базується на кількісному аспекті ліквідності, видимим проявом якої є такі складові як готівка в касі, кошти на коррахунках, депозити в центральному банку тощо. У широкому розумінні ліквідність банківської системи визначається як форма організації розрахунково-платіжного обороту через банківську систему відповідно до потреб фінансового капіталу [192, с. 228]. У цьому визначенні акцентується увага на ролі ліквідності в організації розрахунків і платежів в економіці, проте ліквідність банківської системи не є формою організації розрахунково-платіжного обороту, а є якісним станом банківської системи.

На нашу думку, *ліквідність банківської системи* є її динамічним станом, який забезпечує своєчасність, повноту і безперервність виконання усіх грошових зобов'язань банківської системи та достатність коштів відповідно до потреб розвитку економіки.

Ліквідність банківської системи має певну структуру (рис. 4.25).

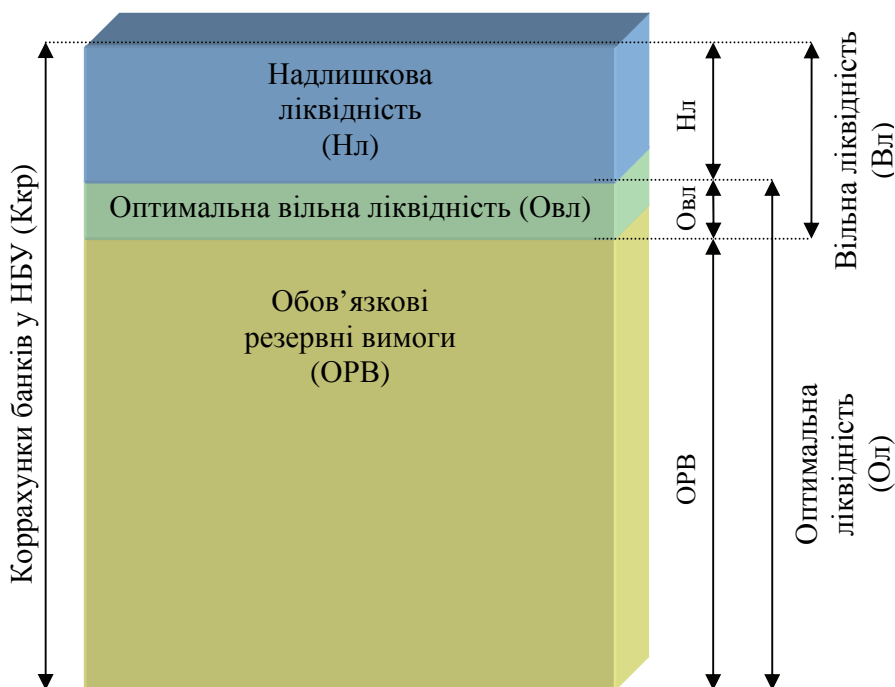


Рис. 4.25. Структура ліквідності банківської системи

Використовуюючи підхід, що базується на дослідженні ліквідності банківської системи за станом кореспондентських рахунків банків у Національному банку України, визначимо основні її складові, якими є кошти сформованих банками обов'язкових резервних вимог, що зберігаються на коррахунках банків у центральному банку та вільна ліквідність (формула 4.1).

$$Лбс = ОРВ + Вл = Ккр, \quad (4.1)$$

де Лбс – ліквідність банківської системи, млн. грн.; ОРВ – обсяги обов'язкових резервних вимог, млн. грн.; Вл – вільна ліквідність банківської системи, млн. грн.; Ккр – обсяги коштів на кореспондентських рахунках у Національному банку України, млн. грн.

Вільна/недостатня ліквідність розраховується як різниця між обсягами коштів на коррахунках банків у Національному банку України і необхідною сумою обов'язкових резервів (формула 4.2). Позитивне значення цього показника свідчить про наявність вільної ліквідності (профіциту ліквідності) в банківській системі, в той час як від'ємне значення показника – про проблеми недостатньої ліквідності (дефіциту) в банківській системі країни.

$$Вл (Дл) = Ккр - ОРВ, \quad (4.2)$$

де Вл – вільна ліквідність банківської системи, млн. грн.; Дл – дефіцит ліквідності в банківській системі (недостатня ліквідність), млн. грн.

Проведені дослідження сутності ліквідності дозволяють стверджувати про нетотожність економічних категорій «вільна» та «надлишкова» ліквідність. Вільна ліквідність є одним із базових показників стану банківської системи. Вона використовується банками для проведення активних і пасивних операцій, а також для нарощування їх обсягів. Тому наявність певного рівня вільної ліквідності банків понад рівень обов'язкових резервів, що зберігаються на кореспондентських рахунках у центральному банку, є необхідною передумовою ефективного виконання банками своїх функцій та можливості нарощування обсягів своєї діяльності.

Надлишкова ж ліквідність (Нл) є складовою вільної ліквідності. Кількісно її розмір можна визначити як різницю між наявним обсягом вільної ліквідності (Вл) та рівнем оптимальної вільної ліквідності (Овл), необхідної для функціонування та розширеного розвитку банківської системи (формула 4.3).

$$Нл = Вл - Овл, \quad (4.3)$$

де Нл – надлишкова ліквідність банківської системи, млн. грн.; Вл – вільна ліквідність банківської системи, млн. грн.; Овл. – оптимальна вільна ліквідність банківської системи, млн. грн.

Наявність надлишкової ліквідності за умови її неповної стерилізації центральним банком створює інфляційний навіс в економіці країни і свідчить про перевищення пропозиції коштів над попитом на грошово-кредитному ринку. Саме ця складова є об'єктом регулювання, яке здійснюється центральним банком у межах його монетарної політики в процесі регулювання грошово-кредитного ринку. Необхідність обґрунтування зазначених складових вільної ліквідності пов'язана з витратністю стерилізаційних операцій та необхідністю їх мінімізації на основі визначення та прогнозування розміру оптимального рівня ліквідності, адекватного потребам розвитку банківської системи та економіки в цілому.

В Україні в умовах профіциту ліквідності особливої актуальності набуває питання обґрунтування оптимального рівня вільної ліквідності та оптимального рівня ліквідності банківської системи в цілому, а також визначення критеріїв їх оцінки та методів прогнозування на коротко- та довгострокову перспективу.

Із наведених на рис. 4.25 методичних засад щодо складових ліквідності банківської системи впливає економічна сутність показника оптимальної ліквідності банківської системи (Ол), що кількісно визначає такий рівень її ліквідності, який забезпечує виконання банками обов'язкового рівня резервних вимог (ОРВ) та усіх грошових зобов'язань банківської системи, а також проведення операцій банків та нарощення їх обсягів відповідно до потреб розвитку економіки без створення дисбалансів та загрози фінансовій стійкості банківської системи та розвитку інфляційних процесів у країні (формула 4.4).

$$Ол = ОРВ + Овл, \quad (4.4)$$

де Ол – оптимальна ліквідність банківської системи, млн. грн.; ОРВ – обсяги обов'язкових резервних вимог, млн. грн..

Таким чином, основними структурними елементами ліквідності банківської системи є оптимальна ліквідність (Ол), оптимальна вільна ліквідність (Овл), вільна ліквідність (Вл) та надлишкова ліквідність (Нл). Розуміння і врахування зазначених складових ліквідності банківської системи та чинників, які впливають на її рівень є методологічною основою ефективного регулювання ліквідності банківської системи країни.

Регулювання ліквідності банківської системи країни є складним процесом створення передумов забезпечення та підтримання оптимального рівня ліквідності банків на макрорівні. Регулювання ліквідності здійснюється центральним банком у межах його монетарної політики в процесі регулювання грошово-кредитного ринку шляхом використання законодавчо визначених механізмів та інструментів.

Регулюванню ліквідності банківської системи передують аналіз та прогнозування її поточного стану, який здійснюється центральним банком на

щоденній основі. Найбільш поширеним підходом в аналізі банківської ліквідності є так званий «балансовий» підхід, суть якого полягає у проведенні аналізу за статтями балансу центрального банку, в якому наглядно відображаються кількісні зміни у попиту та пропозиції ліквідності, а також взаємодія центрального банку та банківської системи в процесі регулювання ліквідності грошово-кредитного ринку.

Статті балансу центрального банку можна поділити на такі, що відображають основні компоненти попиту та автономної пропозиції ліквідності (табл. 4.2). Зокрема, *автономні фактори пропозиції* ліквідності відображені в таких статтях балансу центрального банку: чисті іноземні активи, чиста позиція (зобов'язання) Уряду в центральному банку; готівка в обігу, інші чисті статті. Попит на ліквідність складається з попиту на обов'язкові резервні вимоги і вільні резерви (поточні рахунки банків за виключенням обов'язкових резервів) [255, с. 67].

Таблиця 4.2

**Баланс центрального банку: типова структура\***

Активи	Зобов'язання
Чисті іноземні активи	Готівка в обігу
Чисті зобов'язання Уряду	<i>Поточні рахунки банків за виключенням</i>
<i>Кредитування банків (ОМО)</i>	<i>обов'язкових резервів (вільні резерви банків)</i>
<i>Кредитування банків</i>	<i>Обов'язкові резерви</i>
<i>(постійно доступне – SF)</i>	<i>Депозити, векселі центрального банку (ОМО)</i>
<i>Інші кредити банкам</i>	<i>Депозити (SF)</i>
Інші активи	Капітал та резерви
	Інші пасиви

Примітка: ОМО – операції центрального банку на відкритому ринку;  
 SF – постійно доступні депозитні та кредитні інструменти овернайт;  
 Інші кредити – кредити для підтримки фінансово нестабільних банків (кредити LOLR), кредитування «пріоритетних секторів» та інші кредитні операції центрального банку.

Через невідповідність сукупного попиту на ліквідність та сукупної автономної пропозиції ліквідності утворюється розрив, який є об'єктом пильної уваги та регулювання, що здійснюється центральним банком. Він свідчить про наявність у банківській системі надлишкової пропозиції ліквідності (*структурний профіцит ліквідності*) або незадоволений попит на ліквідність (*структурний дефіцит ліквідності*). Усунення структурного надлишку ліквідності потребує проведення від центрального банку операцій із поглинання (стерилізації) ліквідності, в той час як його адекватними діями з усунення структурного дефіциту ліквідності будуть операції з підтримання ліквідності.

Як відомо, в країнах із розвинутою економікою основним інструментом монетарної політики є процентні ставки центрального банку. Досягнення цінової стабільності як основної цілі монетарної політики забезпе-

чується шляхом впливу центрального банку на рівень відсоткових ставок в економіці. Основним операційним орієнтиром при цьому виступають короткострокові ставки на грошово-кредитному ринку, які центральний банк контролює, *регулюючи вільні резерви банків* (поточні рахунки банків за виключенням обов'язкових резервів). Якщо попит банків на вільні резерви змінюється лише у відповідності з процентними ставками, то ціль, спрямована на підтримку вільних резервів на постійному рівні, еквівалентна цілі, спрямованої на забезпечення стабільності процентних ставок. Змінюючи свою ставку, центральний банк може впливати на попит на вільні резерви. Альтернативно, змінюючи обсяги операцій на відкритому ринку, центральний банк може впливати на процентні ставки на грошовому ринку. Тобто, з метою утримання ринкових процентних ставок операції центрального банку спрямовані на скорочення/поповнення вільних резервів банків у разі зменшення/зростання попиту на гроші. З цієї позиції управління ліквідністю є невід'ємною складовою діяльності центрального банку, спрямованою на упередження короткострокової невизначеності й нестабільності процентних ставок, яка може бути викликана щоденними різкими коливаннями ліквідності ринку [37, с. 2]. У процесі управління ліквідністю центральний банк сигналізує про позицію монетарної політики і підтримує її монетарними операціями, які утримують ринкові процентні ставки близько до оголошеної цілі [255, с. 68].

Реакція центрального банку на структурну ліквідність відображає його *позицію*. Наприклад, у випадку наявності структурного профіциту ліквідності та стерилізації надлишкової ліквідності, у балансі центрального банку статті, які відображають зобов'язання центрального банку перед банками (поточні рахунки банків за виключенням обов'язкових резервів, обов'язкові резервні вимоги, депозитні операції центрального банку) будуть перевищувати статті активів, що відображають кредитні операції з банками. У таблиці 4.3.1. відповідні статті активів та зобов'язань виділені курсивом. У цьому випадку баланс центрального банку є таким, що *забезпечується активами*. У випадку структурного дефіциту ліквідності банківської системи – виділені статті активів центрального банку за інструментами кредитування банків перевищують чотири виділених статті зобов'язань центрального банку перед банками – баланс є таким, що *забезпечується зобов'язаннями*. Така ситуація з дефіцитом ліквідності є на ринку більшості розвинених країн світу: Банку Англії, Федерального резервного банку США, європейських центральних банків та Банку Японії [255, с. 4].

Виділяють 4 основних *автономних складових* постачання резервів (ліквідності): чисті іноземні активи, чисті зобов'язання уряду, внутрішня валюта в обігу та інші зобов'язання (капітал центрального банку і резерви) [253].

Розглянемо основні *автономні* чинники впливу на ліквідність (резерви) банківської системи з їх адаптацією до вітчизняних умов.

1. Стаття «Чисті іноземні активи». Роль цього чинника змінюється залежно від режиму обмінного курсу і коливань платіжного балансу. У країнах з плаваючим обмінним курсом цей чинник є автономним, оскільки втручання центрального банку в роботу валютного ринку не спостерігається і, відповідно, не відбуваються зміни в чистих іноземних активах центрального банку, за винятком впливу від їх переоцінки.

В умовах фіксованого або керованого курсу цей чинник не є автономним, оскільки центральний банк має прямий вплив на зміни в статті «Чисті іноземні активи» через проведення валютних інтервенцій (купівлі або продажу іноземної валюти) з метою регулювання обмінного курсу національної валюти. Вплив валютних інтервенцій на ліквідність банківської системи визначається, як вже зазначалося, валютною політикою центрального банку, а також залежить від зовнішньоекономічної ситуації та від привабливості фінансових інструментів для зовнішніх інвесторів. Проведення валютних інтервенцій як правило супроводжується «очищувальними» операціями (кредитними або ж стерилізаційними), спрямованими на нормалізацію ситуації з ліквідністю, розбалансовану проведеними центральним банком інтервенціями на валютному ринку.

В Україні, де центральний банк, який реалізує свою грошово-кредитну політику в режимі прив'язки гривні до долара США, в умовах відкритості економіки та притоку іноземного капіталу Національний банк України змушений проводити інтервенції з купівлі іноземної валюти з метою підтримки курсової стабільності. Така політика супроводжується зростанням обсягів коштів на коррахунках банків в центральному банку та, відповідно, вільної ліквідності (резервів). Зростання золотовалютних резервів через проведення валютних інтервенцій центральним банком стали основним каналом безготівкової емісії і основним чинником впливу на ліквідність банківської системи України.

У багатьох країнах світу на певному етапі розвитку проведення валютних інтервенцій з метою підтримання стабільності курсу було причиною надлишкової ліквідності та пов'язаних із цим негативних наслідків для економіки країни та діяльності центрального банку. В результаті накопичувалися надлишкові валютні запаси, які в окремих країнах центральної Європи, наприклад Хорватії, Чехії, Угорщині, Польщі, Словаччині, Словенії, в окремі періоди зростали до 20–30% ВВП країни [253, с. 7–8]. З часом більшість країн перейшли до більш гнучких видів курсоутворення, який дозволив зменшити вплив цього чинника надлишкової ліквідності.

2. Стаття «Чисті зобов'язання Уряду» є другим потенційним автономним чинником створення ліквідності (резервів) банків. Вони накопичуються через мережу щоденних потоків коштів, які проходять по консолідованому фінансовому рахунку, якому притаманні значні коливання через сезонність дохідної та витратної частини бюджету. «Чисті зобов'язання

Уряду» є показником, який визначається як валовий борг Уряду за виключенням коштів уряду, що зберігаються на рахунках у центральному банку. Рух коштів на рахунках Уряду в центральному банку впливає на банківську ліквідність таким чином: надходження коштів призводить до зменшення обсягу поточних рахунків (коррахунків) банків у центральному банку, а отже і до зменшення їх ліквідності. І навпаки, витрачання Урядом коштів призводить до збільшення коштів на рахунках банків, а відповідно й до збільшення їх ліквідності.

Варто зазначити, що в активах балансу багатьох центральних банків є стаття «Чисті кредити Уряду», яка відображає не ринкові відносини центрального банку із урядом, які мали місце при монетарному фінансуванні уряду. В ринкових умовах із зростанням незалежності центральних банків обсяги цієї статті зменшуються, що пов'язано із припиненням не ринкової практики фінансування бюджетного дефіциту (монетарного фінансування уряду), хоча у багатьох країн баланс центрального банку, як і в Україні, за цією статтею до цього часу відображає заборгованість Уряду за запозиченнями.

3. Стаття «Готівка в обігу» є важливим автономним фактором впливу на резерви (ліквідності банків). Із позиції впливу на ліквідність центральні банки досліджують такі складові готівки в обігу: готівка в касах банків та готівка поза банками. Динаміка готівки поза банками є найбільш непередбачуваним чинником, оскільки непросто спрогнозувати та передбачити наміри населення щодо витрачання коштів, хоча вплив цього чинника має певний сезонний прояв. Зокрема, найбільший обсяг готівки населенням витрачається у вихідні та передсвяткові дні, різдвяні та пасхальні свята, період відпускних компаній.

Чинник «Готівка поза банками» необхідно розглядати у тісному взаємозв'язку із «Готівкою в касах банків», адже зменшення готівки поза банками переважно компенсується надходженням готівки до кас банків. Наприклад, перед вихідними та святковими днями банками з кас видається більший обсяг готівки, ніж в будні дні. Відповідно, після святкових та вихідних днів у каси банків повертаються значні обсяги готівки, що позначається на зростанні ліквідності банківської системи.

У цілому попит на готівку коливається залежно від зміни номінального ВВП, процентних ставок (альтернативна вартість), розвитку безготівкових платіжних систем (замінників готівки), очікувань та довіри до банківської системи та центрального банку, рівня доларизації в країні.

4. Четвертим фактором росту ліквідності (резервів) є стаття балансу центрального банку «Капітал та резерви». Ця складова ліквідності є найменш змінна і включає в себе прибуток, який зазвичай інвестується у високоякісні, ліквідні активи. Операції з капіталом і резервами зазвичай наперед визначені й передбачувані, тому вагомий вплив на ліквідність не мають.



До неавтономних (внутрішніх), залежних від центрального банку чинників впливу на ліквідність в Україні потрібно віднести:

1. Як уже зазначалось, в умовах відкритості вітчизняної економіки та проведення для підтримання курсової стабільності валютних інтервенцій Національним банком України в умовах режиму, що базується на прив'язці курсу гривні до долара США, валютні інтервенції у складі статті «Чисті іноземні активи» є неавтономним та вагомим чинником впливу на ліквідність банківської системи в Україні.

2. Статтю «Обов'язкові резерви», яка відображає попит на ліквідні кошти для виконання обов'язкових резервних вимог. Обсяг цього попиту залежить від встановленої центральним банком нормативу обов'язкового резервування, складу зобов'язань, до яких встановлюються нормативи (бази резервування), обсягу обов'язкових резервів, який банки мають щоденно на початок операційного дня тримати на коррахунку.

3. Основною складовою в забезпеченні ліквідності (резервів) банків є стаття балансу центрального банку «Чисті зобов'язання ринку», яка відображає результат проведення операцій центрального банку по регулюванню ліквідності.

Ураховуючи можливість проведення центральним банком двосторонніх операцій з регулювання ліквідності, спрямованих на забезпечення та поглинання ліквідності з метою усунення як структурного дефіциту, так і профіциту ліквідності, «Чисті зобов'язання» ринку можна представити як суму чистих операцій центрального банку по регулюванню ліквідності з урахуванням монетарних операцій, проведених в попередній період (формула 4.5).

$$ЧЗР = \Delta ОМО + \Delta SF + \Delta IO + \Delta ПР, \quad (4.5)$$

де ЧЗР – чисті зобов'язання ринку;  $\Delta ОМО$  – нові чисті операції (вливання/стерилізація) центрального банку на відкритому ринку;  $\Delta SF$  – чисте вливання/стерилізація ліквідності через використання постійних механізмів центрального банку (*Standing Facilities*);  $\Delta IO$  – інші чисті операції по регулюванню ліквідності;  $\Delta ПР$  – залишок попередніх операцій із регулювання ліквідності минулих періодів.

При цьому чиста позиція центрального банку в регулюванні ліквідності (кредитна емісія або стерилізація) визначатиметься за формулою 4.6.

$$E(C) = \Delta ЧА + \Delta ЧЗУ + \Delta ЧС + \Delta К - \Delta Г + \Delta ПР + \Delta ОМО + \Delta SF + \Delta IO, \quad (4.6)$$

де  $E(C)$  – кредитна емісія (стерилізація) центрального банку;  $\Delta ЧА$  – чисті іноземні активи;  $\Delta ЧЗУ$  – чисті зобов'язання уряду;  $\Delta ЧС$  – інші чисті статті;  $\Delta К$  – капітал і резерви центрального банку;  $\Delta Г$  – готівка в обігу.

Перші шість показників ( $\Delta ЧА + \Delta ЧЗУ + \Delta ЧС + \Delta К - \Delta Г + \Delta ПР$ ) є автономними факторами (АФ) і відображають «позицію автономної ліквідності», а показники ( $\Delta ОМО + \Delta SF + \Delta IO$ ) є позиційними показниками і

відображають «позиційну політику» центрального банку на ринку, яка знаходить прояв в операціях з підтримання або стерилізації ліквідності.

На нашу думку, в аспекті регулювання ліквідності, позицію центрального банку можна визначити як *стерилізаційну* (при структурному профіциті ліквідності) або *кредитно-емісійну* (при дефіциті ліквідності).

Із розглянутого підходу випливає, що зміни в ліквідності (резервах) банків складаються із суми змін в автономній позиції ліквідності ринку та змін у позиційній політиці центрального банку. Вільні резерви (вільна ліквідність) банківської системи, тобто стаття «Поточні рахунки банків за виключенням обов'язкових резервів» за результатами оцінки статей балансу центрального банку визначаються за формулою 4.7 [Грей С., Телбот Н. Денежно-кредитные операции. Пособие, с. 30]:

$$Вл = ЧИА + ЧЗУ + КО + ІЧС + К - Г - ОР - СО, \quad (4.7)$$

де Вл – вільна ліквідність (вільні резерви) банків; ЧИА – чисті іноземні активи; ЧЗУ – чисті зобов'язання уряду; КО – кредитні операції центрального банку; ІЧС – інші чисті статті; К – капітал і резерви центрального банку; Г – готівка в обігу; ОР – обов'язкові резерви; СО – стерилізаційні операції центрального банку

Якщо попит банків на вільні резерви є постійним (за поточними процентними ставками), а центральний банк прагне забезпечити незмінність процентних ставок, то його діями будуть операції, спрямовані на те, щоб вільні резерви банків залишалися без змін. В іншому випадку зростання пропозиції грошей і/або скорочення попиту на гроші або обов'язкові резерви призведе до росту вільних резервів і відповідного скорочення процентних ставок. І навпаки, скорочення джерел грошей або зростання попиту на готівку чи обов'язкові резерви призведе до скорочення вільних резервів і підвищення процентних ставок.

Із формули 4.7 видно, що зміни у вільних резервах відображають удари по автономних потоках ліквідності та попиту на ліквідність (обов'язкові резерви) разом із змінами в чистих зобов'язаннях ринку перед центральним банком. На практиці рівень вільних резервів залежить від країни: в розвинених країнах вони складають менше 1% «грошово-кредитної основи», у той час як в країнах, що розвиваються, він може бути значно вищим [253, с. 21–22]. Наявність значного обсягу вільних резервів свідчить про проблеми з управління ліквідністю.

Розрізняють баланси «ex ante» (попередній, початковий) і «ex post» (заклучний, фактичний). «Ex ante» є балансом перед втручанням центрального банку і є структурною позицією ліквідності ринку, що відображає чистий вплив автономних чинників ліквідності на ринок. «Ex post» є заключним балансом рівноваги, яка встановлюється після втручання центрального банку, і відображає загальну рівновагу на ринку після впливу

незалежних факторів ліквідності одночасно із стерилізаційними або ж кредитними операціями центрального банку [253, с. 22].

Очевидним є те, що розбалансування ліквідності може бути зумовлено або нестачею (дефіцит) ліквідності (запасів) або її надлишком (профіцит). Попри те, що попередній ринковий баланс («Ex ante») в банківській системі може коливатися від надлишку до нестачі ліквідності, більшість країн демонструють постійну тенденцію в одному напрямі – або дефіцит або ж профіцит ліквідності. Така тривала розбалансованість відома як «структурна позиція ліквідності ринку». Слід зазначити, що структурна позиція ринку, що характеризується дефіцитом ліквідності, притаманна високорозвиненим країнам, у той час як структурна позиція дефіциту, або ж відсутністю чіткої позиції, тобто періодичними змінами профіциту дефіцитом і навпаки – притаманна країнам, що знаходяться на етапі трансформаційних перетворень.

Підсумовуючи досліджуваний підхід щодо регулювання ліквідності банківської системи, зазначимо, що кінцевий баланс центрального банку («ex post») є результатом регулювання попереднього балансу («ex ante») центрального банку ( $\Delta OMO + \Delta SF + \Delta IO$ ), які відображають його позиційну політику і є реверсними залежно від ситуації з ліквідністю на ринку. Центральний банк залежно від операцій, що проводяться з метою регулювання ліквідності, може бути *чистим кредитором* банків (рефінансування банків) або *чистим дебітором* (стерилізація ліквідності).

Практика центральних банків із регулювання ліквідності свідчить про те, що за наявності структурного дефіциту ліквідності центральний банк завжди у повній мірі задовольняє попит банків шляхом проведення кредитних операцій для забезпечення ринкового балансу (формула 4.8), у противному разі відбудеться платіжна криза банку.

$$Ex\ post\ баланс = Ex\ ante\ баланс + \Delta OMO + \Delta SF + \Delta IO = 0 = \text{ринковий баланс}, \quad (4.8) [253]$$

де Ex post баланс – кінцевий баланс (після проведення операцій центрального банку з регулювання ліквідності); Ex ante баланс – початковий (вихідний) баланс – структурна позиція ліквідності на ринку до втручання центрального банку;  $\Delta OMO + \Delta SF + \Delta IO$  – операції центрального банку з регулювання ліквідності на ринку, які свідчать про його позицію (чистого кредитора або дебітора банків).

Проте в країнах, структурна позиція яких характеризується профіцитом ліквідності, центральні банки рідко поглинають усю надлишкову ліквідність аби досягнути ринкового балансу. Головними причинами цього є значні витрати від проведення стерилізаційних операцій центрального банку. Крім цього, зростання обсягів стерилізації надлишкової ліквідності із підвищенням процентних ставок за цими операціями з метою стимулю-

вання банків щодо участі в них, провокуватиме (в умовах відкритості економіки та валютного режиму близького до фіксованого курсоутворення) додатковий притік капіталу із зворотнім впливом на конкурентноздатність (через валютний курс) та інфляцію (через надлишковий попит). У результаті такої політики швидше за все відбудеться зниження короткострокових процентних ставок з наслідками для інфляції (якщо надлишкова ліквідність переросте у надлишковий внутрішній попит) або послаблення обмінного курсу (якщо банки та інші економічні агенти шукають більшої віддачі від інвестицій у іноземній валюті або бачать, що вища внутрішня інфляція призведе до послаблення валютного курсу в майбутньому). Поряд із цим нездатність управляти ліквідністю через проведення стерилізаційних операцій у повному обсязі спричинить послаблення контролю центрального банку над фінансовим ринком [255, с. 7–8].

Практикою центральних банків доведено, що з позиції забезпечення оптимального підґрунтя для ефективності проведення монетарної політики структурний дефіцит ліквідності є більш бажаним. З огляду на це центральні банки намагаються вирішити проблему надлишкової ліквідності та перейти до її дефіциту. Така політика центральних банків пов'язана із *перевагами, які надає позиція структурного дефіциту* проти профіциту ліквідності. Основними з таких переваг є:

– сильний вплив монетарної політики у регулюванні грошово-кредитного ринку. При структурному дефіциті ліквідності баланс центрального банку є таким, що «визначається зобов'язаннями» – здійснюються кредитні операції для підтримання ліквідності (попиту) банків і центральний банк, як монопольний постачальник ліквідності, має міцну позицію, оскільки може визначати умови (ціну) задоволення попиту. При наявності попиту на ліквідність банки звертаються до запозичень у центральному банку, таким чином утримується тісний зв'язок у процентному каналі монетарного трансмісійного механізму та сильна управлінська позиція центрального банку. За структурного дефіциту ліквідності грошово-кредитний ринок стає чутливим до змін грошово-кредитної політики, що забезпечує його адекватну реакцію та ефективність дії монетарного трансмісійного механізму і реалізації монетарної політики відповідно намічених цілей;

– дохідність операцій центрального банку. Позиція центрального банку як чистого кредитора ринку є більш бажаною і з позиції того, що прибутковість банку є певною гарантією його політичної незалежності. Крім цього, проведені дослідження Центром вивчення діяльності центральних банків Банку Англії свідчать про те, що збитки центрального банку загрожують його репутації і довірі на ринках, позначаються на його спроможності регулювати валютну політику, а серйозні погіршення від систематичних втрат породжують у кінцевому підсумку цінову нестабільність.

### 4.3.2. Сучасний стан ліквідності банківської системи України

Банківська ліквідність, як динамічний стан, характеризується постійними змінами. Ці зміни, що відбуваються у стані ліквідності банківської системи, мають зовнішні ознаки, основні з яких узагальнено в табл. 4.3. Зокрема, про зменшення банківської ліквідності свідчать зменшення обсягів коштів банків на кореспондентському рахунку, зростаючий попит на кредити рефінансування НБУ, підвищення залежності ресурсної бази від обсягів міжбанківського кредитування, зниження залишків готівки в касах банків, зростання відсоткових ставок на грошово-кредитному ринку. І навпаки, основними ознаками зростання банківської ліквідності є збільшення обсягів коштів банків на кореспондентському рахунку, зростання попиту банків на стерилізаційні операції центрального банку та зменшення попиту на операції з рефінансування, зниження залежності ресурсної бази від обсягів міжбанківського кредитування та зниження відсоткових ставок на грошово-кредитному ринку.

Слід зазначити, що в ринкових умовах неможливо зберегти достатній рівень ліквідності в усіх банках. Проте втрата ліквідності одного або кількох банків ще не означає втрату ліквідності банківської системи країни. У цілому ліквідність банківської системи є складним явищем, яке визначається сукупною ліквідністю банківських установ другого рівня й обумовлюється багатьма факторами внутрішнього та зовнішнього впливу на мікро- та макрорівні, що перебуває в постійній зміні та взаємозв'язку.

Таблиця 4.3

#### Характеристика змін у ліквідності банківської системи

Ознаки зменшення банківської ліквідності	Ознаки зростання банківської ліквідності
Зменшення обсягів коштів банків на кореспондентському рахунку; зростаючий (великий) попит на кредити рефінансування НБУ; підвищення залежності ресурсної бази від обсягів міжбанківського кредитування; зниження залишків готівки в касах банків; зростання відсоткових ставок на грошово-кредитному ринку	Збільшення обсягів коштів банків на кореспондентському рахунку; зростання попиту банків на стерилізаційні операції центрального банку та зменшення попиту на операції з рефінансування; зниження залежності ресурсної бази від обсягів міжбанківського кредитування; зниження відсоткових ставок на грошово-кредитному ринку

Зокрема, на мікрорівні дотримання банком належного рівня ліквідності залежить від таких основних чинників: відповідність структури активів і пасивів за строками та сумами; структури і стабільності депозитної бази; якості активів і достатність капіталу банку; стратегія управління ліквідністю; репутація банку тощо. Ліквідність банку визначається його спроможністю адаптуватися до скорочення зобов'язань, здійснити фінансування зростання активів за мінімальною вартістю чи своєчасно ліквідувати активи

за ринковою ціною. Відповідно до чинної нормативної бази на мікрорівні ліквідність банку є його здатністю забезпечити своєчасне виконання своїх грошових зобов'язань, яка визначається збалансованістю між строками і сумами погашення розміщених активів та строками і сумами виконання зобов'язань банку, а також строками і сумами інших джерел і напрямів використання коштів [61]. Нині в Україні в банківській системі спостерігається накопичення швидкими темпами валютних і строкових дисбалансів, які проявляються у зростанні розривів (гепів) між обсягами залучених депозитів та наданих кредитів за строковістю та валютою платежу (табл.4.4).

Таблиця 4.4

**Динаміка окремих показників, які характеризують дисбаланси в банківській системі України у 2000–2008 рр.**

Показники	2003	2004	2005	2006	2007	08.2008
Співвідношення депозитів та кредитів, наданих суб'єктам економіки в іноземній валюті	0,70	0,81	0,73	0,58	0,42	0,40
Співвідношення довгострокових депозитів та довгострокових кредитів, наданих суб'єктам економіки у тому числі:	0,65	0,66	0,58	0,51	0,44	0,43
Співвідношення довгострокових депозитів та довгострокових кредитів, наданих суб'єктам економіки в національній валюті	0,80	0,70	0,69	0,67	0,69	0,66
Співвідношення довгострокових депозитів та довгострокових кредитів, наданих суб'єктам економіки в іноземній валюті	0,51	0,61	0,48	0,40	0,27	0,26
Співвідношення строкових депозитів та кредитів, наданих суб'єктам економіки	0,53	55,9	0,58	0,50	0,44	0,42

Джерело: розраховано за даними Бюлетеня Національного банку України.

Зазначені дисбаланси свідчать про зростання ризиків ліквідності на мікрорівні через проведення банками високоризикованої кредитної політики щодо надання довгострокових кредитів без наявності відповідних внутрішніх довгострокових кредитних ресурсів у необхідному обсязі та валюті платежу. Триваючий процес заміщення внутрішньої ресурсної бази банків зовнішніми запозиченнями зумовлює збільшення їх залежності від зовнішніх ресурсів, а, відповідно, й чутливості до шоків на світових ринках капіталів, що нарощує системні ризики, які створюють загрозу фінансовій стійкості України.

Нині найбільш загрозливими стали дисбаланси у відношенні довгострокових депозитів і довгострокових кредитів в іноземній валюті. Цей по-

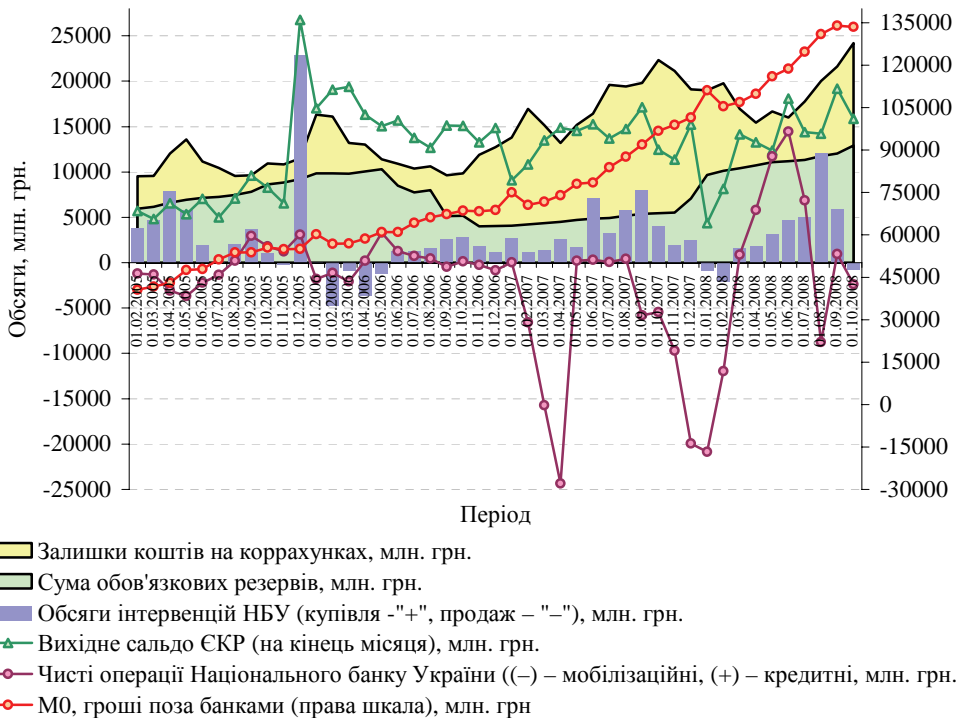
казник на початок вересня 2008 р. зменшився до 0,26 проти 0,51 у 2003 р. Це свідчить про тенденцію заміщення внутрішньої довгострокової ресурсної бази депозитного характеру в іноземній валюті іншими джерелами, насамперед іноземними запозиченнями. Напрями руху останніх є найбільш непередбачуваними, особливо в умовах зростаючої нестабільності на міжнародних фінансових ринках і фінансової кризи, що розгортається в Україні.

Тривожним симптомом негараздів у стані ліквідності банківської системи є показник співвідношення строкових депозитів і кредитів, наданих суб'єктам економіки, який знизився з 0,53 у 2003 р. до 0,42 на початок вересня 2008 р. Це свідчить про те, що на 58% кредитний портфель банків формується із внутрішніх ресурсів до запитання, які, як відомо, є нестабільним короткостроковим джерелом ресурсної бази банків, або ж з ресурсних джерел, залучених з-за кордону. Для порівняння зазначимо, що строкові депозити, мобілізовані на внутрішньому ринку, покривають 78% банківських кредитів у Вірменії, 63% – в Азербайджані, 71% – у Болгарії, 52% – у Грузії, 78% – у Киргизстані, 104% – у Македонії, 82% – у Молдові, 52% – у Росії [20].

Розв'язання проблеми банківської ліквідності в аспекті усунення строкових та валютних дисбалансів між обсягами та строками депозитних та кредитних операцій банків потребує вжиття заходів з метою посилення банківського нагляду та удосконалення інструментів грошово-кредитної політики.

На макрорівні ліквідність банківської системи формується під впливом зовнішніх факторів загальноекономічного характеру, найважливішими з яких в Україні є: динаміка коштів Уряду на рахунках у Національному банку України, інтервенції центрального банку на валютному ринку, динаміка готівки в касах банків та поза банками, результати використання Національним банком відповідних механізмів та інструментів регулювання грошово-кредитного ринку в попередньому періоді. Кумулятивний вплив основних із зазначених чинників графічно зображений на рис. 4.26.

Досліджуючи ліквідність банківської системи за рівнем залишків коштів на кореспондентських рахунках банків у Національному банку України, слід зазначити, що банки у своєму розпорядженні мають значний обсяг вільної ліквідності (кошти на коррахунках за виключенням коштів сформованих обов'язкових резервних вимог). Обсяг коштів вільної ліквідності мав тенденцію до зростання з жовтня 2006 року по листопад 2007 року. Як видно з рисунка 4.26 основними чинниками її зростання в зазначений період були зниження обов'язкових резервних вимог, рух коштів Уряду на Єдиному казначейському рахунку в НБУ та валютні інтервенції (купівля іноземної валюти) Національного банку України. Останні проводилися з метою підтримання курсової стабільності за діючого режиму прив'язки курсу гривні до долара США в умовах значного притоку іноземного капіталу в Україну.



**Рис. 4.26. Динаміка кумулятивного впливу різних факторів на ліквідність банківської системи України у 2003–2008 рр.**

Джерело: побудовано за даними офіційного сайту Національного банку України [133].

Із листопада 2007 року вільна ліквідність банків значно знизилася, що було зумовлено багатьма об'єктивними факторами. Насамперед, на зниження вільної ліквідності вплинуло зменшення присутності на валютному ринку центрального банку через проведення операцій із купівлі іноземної валюти, а також підвищення вимог щодо обов'язкового резервування банків. Так, з метою поступового обмеження економічними методами обсягів іноземних запозичень банків за кордоном та посилення привабливості проведення операцій у національній валюті до складу зобов'язань банків, які підлягають обов'язковому резервуванню, було введено кошти, залучені банками від банків-нерезидентів та фінансових організацій-нерезидентів [180]. Обов'язковому резервуванню нині підлягають усі залучені банком кошти, за винятком коштів, залучених від банків-резидентів, міжнародних фінансових організацій, а також коштів, залучених на умовах субординованого боргу [153]. За рахунок збільшення вимог обсяг сформованих банками резервів зріс від 5,5 млрд. грн. на початок листопада 2007 року до 11,1 млрд. грн. на початок травня 2008 року. За цей період під сукупним впливом зазначених чинників вільна ліквідність зменшилася з 15,6 млрд. грн. до 5,5 млрд. грн.



Важливим чинником вилучення банківської ліквідності є готівка поза банками. Тенденція до стрімкого зростання цього показника свідчить про схильність суб'єктів ринку до збереження поза банками і тінізацію економіки та потребує впровадження відповідних заходів детінізації економіки й фінансового поглиблення.

Особливої уваги потребує чинник залишку коштів Єдиного казначейського рахунку в Національному банку України. Єдиний казначейський рахунок використовується для обліку коштів уряду в Національному банку України. Він забезпечує швидку мобілізацію коштів, які протягом дня надходять на рахунки, відкриті в органах Державного казначейства. Вплив цього чинника на банківську ліквідність виявляється у зменшенні обсягу поточних рахунків (коррахунків) банків у центральному банку при надходженні коштів Уряду на рахунок в Національному банку України. І, навпаки, витрачання Урядом коштів призводить до збільшення коштів на рахунках банків, а відповідно й до збільшення їх ліквідності. Динаміка коштів уряду на рахунках у Національному банку України є найбільш непередбачуваним чинником впливу на ліквідність банківської системи. Це пов'язано з тим, що прогнозовані фахівцями Державного казначейства обсяги руху коштів на рахунках уряду доволі часто не збігаються із фактичними обсягами руху. Крім цього, через недосконалість бюджетного процесу має місце тенденція накопичення протягом року коштів на ЄКР із масовим їх витрачанням в кінці року, що позначається на зростанні надлишкової ліквідності банківської системи та інфляційних тенденціях у країні. Вирішення цієї проблеми потребує посилення координації грошово-кредитної та фіскальної політики.

Ураховуючи багатофакторність проблеми ліквідності та її роль у забезпеченні стійкості всієї банківської системи, важливого значення набуває питання централізованого управління банківською ліквідністю, яке в Україні здійснюється Національним банком України під час реалізації грошово-кредитної політики. Управління ліквідністю – процес створення передумов, забезпечення та підтримання оптимального рівня ліквідності банку та банківської системи в цілому. Однією з таких передумов є нормативно-законодавча підтримка діяльності банків, що визначає такі рамки поведінки банків, які сприяють забезпеченню ліквідної та стійкої діяльності банківської системи. Іншим аспектом регулювання ліквідності є контроль за діяльністю банків, який проводиться з метою забезпечення надійності та стійкості, що передбачає цілісний і безперервний нагляд за здійсненням банками своєї діяльності у відповідності з діючим законодавством та інструкціями наглядового органу.

Регулюванню ліквідності банківської системи передуює аналіз поточного стану ліквідності, який здійснюється Національним банком України щоденно за такими складовими: обсяг коррахунків банків, вільна ліквід-

ність банківської системи (різниця між залишками на коррахунках банків та обсягом обов'язкових резервів) та чинники, що впливають на стан ліквідності банків. Регулювання ліквідності банківської системи здійснюється в межах монетарної політики Національного банку України в процесі регулювання грошово-кредитного ринку шляхом використання законодавчо визначених механізмів та інструментів.

Як видно з рис. 4.26 сучасний стан ліквідності банківської системи характеризується вільною ліквідністю, складовою якої поряд з оптимальною, є і надлишкова. Значні обсяги вільної ліквідності українських банків зумовлені, на нашу думку, сукупною дією цілого ряду чинників. Зокрема, наявність великих залишків на кореспондентських рахунках банків у Національному банку України пов'язана з:

- необхідністю проведення поточних платежів і недостатньо досконалою системою прогнозування в банках;
- недостатньо ефективним управлінням ліквідністю банків на мікрорівні;
- недостатньою стабільністю на фінансовому ринку та ризиком зміни ситуації, яка може зумовити втрату ліквідності;
- діючою грошово-кредитною політикою, орієнтованою на підтримання стабільності валютного курсу гривні у вузькому діапазоні, негативним результатом якої є зростання грошової емісії головним чином через валютний канал.

За таких умов актуальним стає питання обґрунтування оптимального рівня вільної ліквідності та оптимального рівня ліквідності банківської системи в цілому, а також визначення критеріїв їх оцінки та методів прогнозування на коротко- та довгострокову перспективу. Слід зазначити, що проблема оптимальної ліквідності банківської системи в теорії та в банківській практиці залишається малодослідженою. Серед вітчизняних досліджень немає праць, в яких би порушувалась проблематика визначення оптимального рівня банківської ліквідності на макрорівні. Інші нечисленні результати дослідження оптимальної ліквідності банківської системи ґрунтуються на спірних твердженнях, які не дозволяють розкрити її адекватно практичним реаліям, а відповідно й використати в практичній роботі центрального банку для прогнозування та управління надлишковою ліквідністю банківської системи.

Враховуючи те, що оптимальний рівень ліквідності має забезпечити виконання банками обов'язкового рівня резервних вимог та усіх грошових зобов'язань банківської системи, а також проведення операцій банків та нарощення їх обсягів відповідно до потреб розвитку економіки без створення дисбалансів та загрози фінансовій стійкості банківської системи та розвитку інфляційних процесів в країні, кількісна оцінка та прогнозування оптимального рівня ліквідності банківської системи на коротко- та середньострокову перспективу потребує урахування чинників, які визначають її

рівень. До основних чинників, що впливають на рівень оптимальної ліквідності належать:

1. Рівень активності банків, який визначається рівнем розвитку економіки та потребами її кредитоспроможних суб'єктів. Критеріями оцінки банківської активності можуть бути приріст активних операцій банків. При визначенні оптимального рівня ліквідності банківської системи в значення цього показника має бути закладено потенціал для нарощення активних операцій банків, адекватно до темпів зростання економіки за останні роки, та враховано необхідність досягнення запланованих показників зростання економіки в поточному році.

2. Сезонність банківської активності, яку визначає попит на гроші та банківські послуги від суб'єктів економіки. Наприклад, у літні місяці та на початку року закономірно спостерігається менша економічна активність суб'єктів економіки, тому обґрунтовано буде меншим показник оптимальної ліквідності банківської системи, ніж в інші місяці року.

3. Динаміка коштів уряду на рахунках Національного банку України. Кошти уряду є найменш передбаченим фактором, який впливає на стан банківської ліквідності. Необхідність своєчасного та повного виконання зобов'язань банків за цими рахунками потребує врахування змін залишків за цим рахунком у складі показника оптимальної ліквідності.

4. Темпи приросту депозитних та інших зобов'язань банківської системи, як бази формування обов'язкових резервних вимог. Особливої уваги потребує найменш передбачувана складова ресурсної бази із термінами виконання «на вимогу», яка потребує наявності «запасу» ліквідності у складі її «оптимальної» складової.

5. Ситуація з ліквідністю на міжбанківському ринку. За наявності надлишкової ліквідності на міжбанківському ринку банки можуть розраховувати на швидке залучення ліквідних коштів на ньому, що дозволяє підтримувати рівень оптимальної ліквідності на нижчому рівні.

#### **4.3.3. Основні напрями вдосконалення управління ліквідністю банківської системи України**

Проведене дослідження теоретико-методичних, правових і практичних аспектів регулювання ліквідності банківської системи України дозволило виділити окремі проблемні питання, вирішення яких дасть змогу підвищити ефективність управління банківською ліквідністю на макрорівні. У цілому, на нашу думку, проблема підвищення ефективності управління ліквідністю банківської системи України має розв'язуватися комплексно шляхом запровадження заходів, спрямованих на удосконалення інструментарію регулювання ліквідності банківської системи Національним банком України на макро- та мікрорівні на основі впровадження передового світового досвіду з урахуванням вітчизняних умов розвитку грошово-кредитного ринку.

Слід зазначити, що ефективність управління ліквідністю банківської системи будь-якої країни залежить від наявності дієвих механізмів та інструментів її регулювання. Наявність ефективного інструментарію управління як надлишкової, так і недостатньої ліквідності особливо актуально в умовах нечітко сформованої позиції структурної ліквідності в Україні, коли дефіцит ліквідності може змінюватися профіцитом і навпаки.

В Україні законодавчо управління ліквідністю банківської системи ґрунтується, головним чином на ефективному інструментарії, напрацьованому світовою практикою банківського нагляду та грошово-кредитного регулювання. Зокрема, відповідно до чинного законодавства, Національний банк України має у своєму розпорядженні такі основні інструменти регулювання ліквідності: інструменти банківського нагляду як економічні нормативи, у тому числі ліквідності, а також такі інструменти грошово-кредитної політики як обов'язкові резерви, процентна політика [153; 155; 61]. Положенням про регулювання Національним банком України ліквідності банків України для регулювання ліквідності передбачено також можливість проведення депозитних і кредитних операцій овернайт, операцій з обміну іноземної валюти на національну (своп), операцій прямого та зворотного репо, операцій з власними борговими зобов'язаннями та рефінансування банків строком до 14 і 365 днів, операції з державними облігаціями України [156].

Дослідження практики застосування зазначеного інструментарію регулювання банківської ліквідності на мікро- та макрорівні дозволило визначити можливі напрями їх удосконалення відповідно до передового зарубіжного досвіду з урахуванням особливостей розвитку грошово-кредитного ринку в Україні.

Як уже зазначалося, відповідно до чинної нормативної бази на мікрорівні ліквідність банку є його здатністю забезпечити своєчасне виконання своїх грошових зобов'язань, яка визначається збалансованістю між строками і сумами погашення розміщених активів та строками і сумами виконання зобов'язань банку, а також строками і сумами інших джерел і напрямів використання коштів [61]. Накопичення валютних і строкових дисбалансів, які проявляються у зростанні розривів (гепів) між обсягами залучених депозитів та наданих кредитів за строковістю та валютою платежу (див. табл. 4.3.3) потребують вжиття заходів щодо посилення впливу банківського нагляду та удосконалення інструментів регулювання ліквідності.

З метою поступового обмеження економічними методами обсягів залучень коштів за кордоном та посилення привабливості проведення кредитних операцій у національній валюті Національним банком України було вжито ряд заходів. Зокрема, у березні 2007 року було внесено зміни до «Положення про порядок формування та використання резервів для відшкодування можливих втрат за кредитними операціями банків», якими передбачалося підвищення коефіцієнтів резервування за кредитами, нада-

ними в іноземній валюті [154]. Також із 20 листопада 2007 року відповідно до постанови Правління НБУ № 403 від 7.11.2007 р. «Про регулювання грошово-кредитного ринку» до складу зобов'язань банків, які підлягають обов'язковому резервуванню, введено кошти, залучені банками від банків-нерезидентів та фінансових організацій-нерезидентів [180]. Обов'язковому резервуванню нині підлягають усі залучені банком кошти, за винятком коштів, залучених від банків-резидентів, міжнародних фінансових організацій, а також коштів, залучених на умовах субординованого боргу [153]. Розмір обов'язкового резервування для строкових коштів і вкладів в іноземній валюті становить 4%, а для коштів вкладів (депозитів) на вимогу в іноземній валюті – 5% [172]. Зазначені зміни мали на меті стимулювання банків до збільшення орієнтації на внутрішні джерела формування кредитних ресурсів. Проте, як показують дані табл. 4.3.3, очікуваних зрушень у співвідношеннях пасивних та активних операцій банків за строками та валютою платежу не відбулося.

Із метою підтримки банками достатнього рівня регулятивного капіталу для покриття валютного ризику ліквідності з 13 лютого 2008 року було внесено зміни до «Інструкції про порядок регулювання діяльності банків в Україні», які стосувалися змін у розрахунку нормативу адекватності регулятивного капіталу/платоспроможності (Н2) в частині зважування довгострокових активних операцій, які здійснені з перевищенням строків розміщення над строками залучення коштів, на коефіцієнт ризику 50 відсотків та врахування валютного ризику, який вимірюється сукупною сумою відкритої валютної позиції банку за всіма іноземними валютами та банківськими металами [61].

Подальше стрімке зростання обсягів кредитування неадекватне наявній внутрішній ресурсній базі банків та часті звернення банків за підтримкою ліквідності до Національного банку України зумовили необхідність вжиття такого адміністративного заходу, як відмову, у підтримці ліквідності банків за всіма інструментами рефінансування у разі наявності постійної незбалансованості між термінами та обсягами залучених та розміщених коштів [86]. Відповідно до постанови Правління Національного банку України № 107 від 21.04.2008 року з 22 квітня під час розгляду питання про підтримання ліквідності банку шляхом рефінансування враховувати інформацію щодо проведення банком кредитної політики в межах наявних за термінами та обсягами кредитних ресурсів, у тому числі зростання кредитних вкладень в економіку, кредитів фізичним особам і міжбанківських кредитів [179].

З метою вирішення проблеми розбалансування пасивів та активів банків за строковістю та видами валют, а також накопичення ризиків у банківській системі обґрунтованою є необхідність *посилення ролі економічних*

*нормативів, насамперед нормативів ліквідності в регулюванні банківської ліквідності на мікрорівні.*

Насамперед йдеться про можливий розгляд Національним банком України питання щодо встановлення нормативу довгострокової ліквідності (замість нормативу короткострокової ліквідності (Н6)). Необхідність виконання зазначеного нормативу дозволяє, як показує досвід Німеччини і Росії, посилити контроль за довгостроковою ліквідністю банків. Розв'язання проблеми довгострокової ліквідності банків в Україні є актуальним з огляду на зростаючі обсяги довгострокових кредитів (насамперед іпотечних) та наявність так званих гепів, тобто невідповідності між строками та сумами довгострокових активів і зобов'язань.

Слід відмітити, що відповідно до Інструкції про порядок регулювання діяльності банків в Україні [61], спеціалізовані банки [ощадні, іпотечні, розрахункові (клірингові)] у зв'язку із концентрацією ризиків зобов'язані дотримуватися спеціальних (підвищених) значень економічних нормативів, у тому числі ліквідності. До 16 листопада 2005 р. спеціальних (підвищених) значень економічних нормативів [миттєвої ліквідності ( $H4 \geq 30\%$ ), а також мінімального розміру регулятивного капіталу та нормативу адекватності регулятивного та основного капіталу] зобов'язані були дотримуватися уповноважені банки, що спеціалізуються на здійсненні однієї чи декількох банківських операцій, залучають кошти фізичних осіб для довгострокового кредитування будівництва житла. Відповідно до змін, унесені до зазначеної інструкції, які набрали чинності з 22 грудня 2005 р., для уповноважених банків встановлено розміри економічних нормативів такі самі, як і для універсальних банків.

Проте діяльність уповноважених банків є потенційно більш ризикованою, ніж діяльність універсальних, через їх спеціалізацію, головним чином на залученні коштів від населення та їх розміщенні в іпотечні житлові кредити. Тому інтереси вкладників уповноважених банків потребують більшого захисту, в тому числі шляхом встановлення підвищених економічних нормативів. Незважаючи на актуальність проблеми розвитку іпотечного кредитування, порівнювання уповноважених банків до універсальних є селективною політикою, яка розширює їх ресурсну базу при одночасному зниженні надійності та підвищенні ризикованості для вкладників цих банків.

З огляду на це необхідним, на нашу думку, є впровадження спеціальних (підвищених) економічних нормативів ліквідності, мінімального розміру регулятивного капіталу та нормативу адекватності регулятивного та основного капіталу для уповноважених банків з огляду на їх потенційно більш ризиковану діяльність через їх спеціалізацію, головним чином на залученні коштів від населення та їх розміщенні в іпотечні житлові кредити.

Іншим інструментом регулювання ліквідності банківської системи, практика використання якого, на нашу думку, потребує удосконалення, є

*обов'язкові резервні вимоги*, зокрема в частині їх окремих важелів впливу. Важелями впливу обов'язкових резервних вимог як монетарного механізму регулювання грошово-кредитного ринку є розрахунковий період, обсяг обов'язкових резервів, які мають щоденно на початок операційного дня зберігатися на кореспондентському рахунку, норма обов'язкового резервування, її частота змін, об'єкт резервування («база» обов'язкових резервів), розмір і вид активів, що можуть зараховуватися для покриття обов'язкових резервів.

Перш ніж викласти пропозиції щодо удосконалення деяких із зазначених важелів впливу обов'язкових резервних вимог, звернемося до зарубіжного досвіду використання цього інструмента в реалізації грошово-кредитної політики.

Зокрема, центральні банки більшості зарубіжних країн надають перевагу більш гнучким інструментам, які впливають на грошову пропозицію не прямо, а через формування певних умов на ринку. Це зумовлено тим, що обов'язкові резерви є інструментом потужної та недостатньо керованої дії, пов'язаної з мультиплікативним ефектом. Тому використання цього інструмента характеризується обережністю у застосуванні та нечастими змінами їх норми. У використанні мінімальних обов'язкових резервних вимог як монетарного інструмента спостерігається загальносвітова тенденція до зменшення норми резервування.

Окремі країни, наприклад, Канада, Великобританія, Нова Зеландія, Австралія, Швейцарія взагалі відмовилися від встановлення для банків обов'язкових резервних вимог [26, с. 560]. Причиною цьому слугувало визнання обов'язкових резервів своєрідним податком, який збільшує вартість банківських ресурсів, зменшуючи таким чином конкурентоспроможність банків на глобальних фінансових ринках. На практиці банки змушені перекидати тягар втрат від обов'язкового резервування на клієнтів, завищуючи кредитні та занижуючи депозитні ставки, що негативно позначається на темпах зростання депозитних і кредитних операцій та розвитку банківського сектору в цілому.

Для нівелювання зазначеного негативного впливу більшість країн, наприклад Єврозони, США, Польща, Угорщина, Словаччина, використовують обов'язкові резервні вимоги на платній основі, тобто на обсяг сформованих банками обов'язкових резервів нараховується процент. Його розмір у Словаччині є фіксованим і становить за станом на кінець 2006 року 1,5% [93]. За виконання обов'язкових резервних вимог польські банки одержували за станом на кінець 2006 р. близько 4,28% від їх обсягу [0,9 від облікової ставки центрального банку (4,75%)]. В Угорщині банки одержують процент, який дорівнює основній ставці Центрального банку Угорщини, яка на кінець вересня 2006 р. становила 7,75% [131]. Наприкінці 1998 р. Європейський центральний банк як інструмент своєї монетарної

політики ввів для 11-ти країн – учасників Європейського економічного та валютного союзу систему мінімальних резервів, що приносять проценти. На баланс резервів нараховується процент за існуючою основною ставкою рефінансування [26, с. 560].

Країни, що використовують обов'язкові резервні вимоги як інструмент грошово-кредитної політики, мають відмінності в застосуванні «базис» обов'язкових резервів. Такою базою обов'язкового резервування визначено:

- в Європейському центральному банку – депозити овернайт, депозити терміном до 2 років, боргові цінні папери з терміном погашення до 2 років, цінні папери грошового ринку;

- у Національному банку Словаччини – строкові депозити та депозити до запитання у словацьких кронах та іноземній валюті, емітовані облігації, перевідні векселі;

- в Угорщині – зобов'язання із терміном до 2 років;

- у Польщі – депозитні зобов'язання незалежно від валюти та строків залучення коштів;

- у Казахстані – зобов'язання банків (внутрішні та перед нерезидентами по балансових рахунках, за цінними паперами та субординованим боргом).

Сучасна вітчизняна практика використання обов'язкових резервних вимог, як інструментів грошово-кредитної політики, в Україні характеризується:

- по-перше, безоплатністю коштів, що знаходяться на кореспондентському рахунку в Національному банку України для виконання обов'язкових резервних вимог;

- по-друге, до листопада 2007 року – тенденцією до зменшення середнього нормативу обов'язкових резервних вимог, який становив 2,2%. Такі зміни відповідають загальносвітовій тенденції змін у використанні зазначеного інструмента монетарної політики, що супроводжується в зарубіжних країнах одночасним посиленням впливу ринкового інструментарію, зокрема, процентного. Із грудня 2007 року середній норматив обов'язкових резервних вимог почав зростати і у березні 2008 року становив 3,6%. Така тенденція зумовлена необхідністю (в умовах заміщення депозитної ресурсної бази іноземними запозиченнями) посилення ролі обов'язкових резервних вимог у регулюванні ліквідності банківської системи шляхом включення до «базис резервування» коштів, залучених банками від банків-нерезидентів та фінансових організацій-нерезидентів [180].

- по-третє, обмеження щодо обсягу обов'язкових резервів, який має щоденно на початок операційного дня зберігатися на кореспондентському рахунку банку в НБУ, який нині становить 100% від суми обов'язкових резервів за попередній звітний період резервування, визначеної без урахування покриття будь-якими активами банку;



по-четверте, диференційованістю розміру норми резервування залежно від строковості та валюти залучених банками коштів. Так, з 1 жовтня 2006 р. відповідно до постанови Правління НБУ від 15.09.2006 № 364 «Про окремі питання регулювання грошово-кредитного ринку» менша норма резервування встановлена за коштами юридичних і фізичних осіб, залученими в національній валюті: 0,5% – за строковими коштами і вкладками (депозитами) та 1% – за коштами вкладів (депозитів) на вимогу і на поточних рахунках. Для залучених коштів фізичних і юридичних осіб в іноземній валюті норма резервування становила для строкових коштів і вкладів (депозитів) – 4% та коштів вкладів (депозитів) на вимогу та коштів на поточних рахунках – 5%.

Диференційована політика обов'язкового резервування Національного банку України спрямована на регулювання валютної структури ресурсної бази банків і тим самим зниження ризику їх ліквідності, пов'язаного з розривами (гепами), які виникають у результаті невідповідності обсягів і строків залучених коштів та обсягів і строків наданих банківських кредитів.

Активізація використання інструмента обов'язкових резервних вимог для регулювання строкової та валютної структури залучених коштів банків пов'язана із необхідністю виправлення й негативних наслідків доларизації економіки. У цьому аспекті, на нашу думку, варто розглянути можливість удосконалення строкової структури активних і пасивних операцій та сприяння розвитку їх довгострокової складової. Цьому, на нашу думку, сприяло б звільнення від необхідності обов'язкового резервування зобов'язань банків у національній валюті терміном виконання понад 2 роки. Світова практика, зокрема Європейського центрального банку та Угорщини, підтверджує ефективність цього заходу щодо стимулювання нарощення довгострокової ресурсної бази банків шляхом встановлення норми резервування лише за зобов'язаннями банків терміном виконання до 2 років.

У віддаленій перспективі, враховуючи світовий досвід змін у використанні інструмента обов'язкових резервних вимог, перспективними напрямками удосконалення практики Національного банку України щодо використання механізму обов'язкового резервування, на нашу думку, буде:

– запровадження платної основи для коштів обов'язкових резервних вимог, за умови збереження на окремому рахунку у Національному банку України. Як показує досвід зарубіжних країн, центральні банки в разі використання свого монопольного права монетарного регулювання шляхом застосування обов'язкових резервних вимог здійснюють це на платній основі (Єврозона, Польща, Угорщина, Словаччина, Туреччина) або ж не застосовують цей інструмент узагалі (Канада, Великобританія, Нова Зеландія, Австралія, Швейцарія);

– усунення принципу диференціації розміру норми обов'язкового резервування за існуючим критерієм валюти залучених коштів (у міру зни-

ження впливу доларизації економіки та наявних структурних дисбалансів в активних і пасивних операцій на ліквідність банківської системи, а також посилення гнучкості курсоутворення).

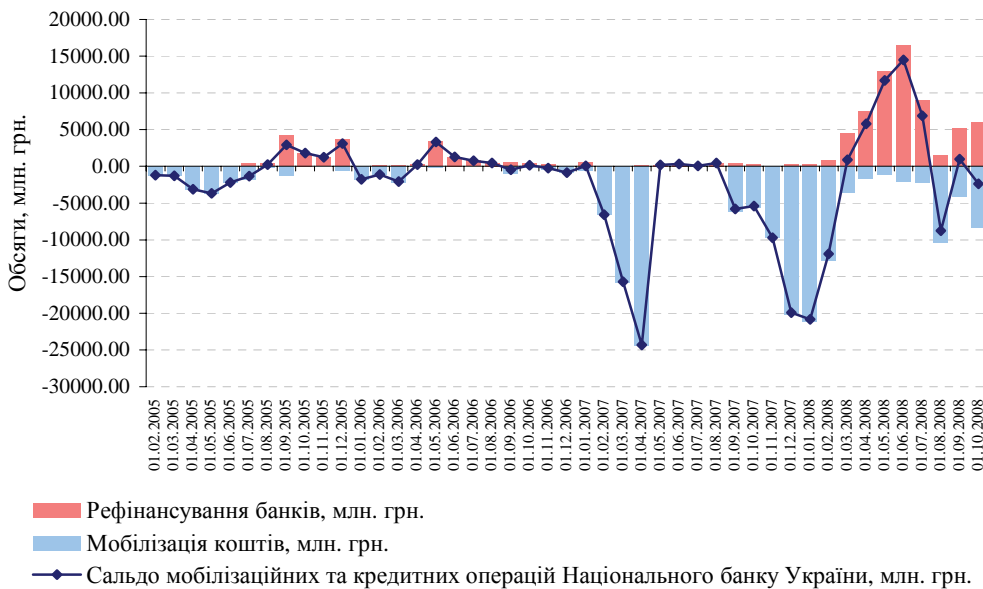
*Внутрішньоденні кредити.* У багатьох зарубіжних країнах, наприклад, Європейського союзу, Словаччині, а також таких постсоціалістичних країнах як Росія, для регулювання ліквідності банків центральними банками надаються внутрішньоденні кредити. Використання цього виду кредиту зазначеним країнам дозволяє оперативно підтримувати миттєву ліквідність банків протягом одного робочого дня. Його запровадження позбавило необхідності підтримувати значні залишки коштів банками на кореспондентських рахунках для проведення поточних розрахунків, що позитивно вплинуло на зниження рівня надлишкової ліквідності банківської системи. Внутрішньоденні кредити не відносяться до монетарних операцій центрального банку. Вони надаються на умовах безоплатності в межах операційного дня та переведення до категорії кредитів овернайт без відповідних штрафних санкцій. Використання зазначеного інструмента дозволяє підвищити ефективність управління банківською ліквідністю та розрахунків в економіці, вивільнити кошти банків для проведення інших активних операцій, прискорити оборотність їх коштів та підвищити ефективність банківської системи в цілому. На нашу думку, наявність в арсеналі інструментів Національного банку України внутрішньоденних кредитів дозволило б при запровадженні вимоги зберігання коштів обов'язкових резервних вимог на окремому рахунку в Національному банку України, як це передбачено чинними нормами права [153], забезпечити ефективне управління ліквідністю банківської системи України у разі виникнення надзвичайних обставин та суттєвого погіршення ситуації на грошово-кредитному ринку.

*Кредити рефінансування овернайт (бланкові).* Удосконалення інструментарію грошово-кредитної політики вимагає припинення практики надання Національним банком України кредиту рефінансування овернайт бланкового (без забезпечення), який за своєю сутністю є не ринковим. Щоправда, фактично через ряд обмежувальних умов, визначених у Положенні про регулювання Національним банком України ліквідності банків України від 26 вересня 2006 р. № 378, надання незабезпеченого кредиту овернайт не несе надмірних ризиків для Національного банку як кредитора. Зокрема, Положенням визначено, що застосування НБУ при одержанні бланкового кредиту овернайт режиму блокування коштів на кореспондентському рахунку банку-позичальника в сумі наданого кредиту та процентів за користування ним, встановлення частоти звернень банків за кредитом овернайт та його максимальний розмір, визначення в генеральній кредитній угоді права НБУ безспірного списання коштів із кореспондентського рахунку в разі неповернення кредиту. Нині кредит овернайт може

надаватися не більше 10 разів протягом календарного місяця в розмірі не більше 40% від суми визначеного та сформованого банком обсягу обов'язкових резервів за попередній звітний період резервування [174].

Слід зазначити, що в Україні бланковий овернайт був запроваджений з метою посилення впливу Національного банку України на процентні ставки на міжбанківському ринку. Проте підвищення дієвості грошово-кредитної політики Національного банку України щодо управління грошово-кредитним ринком вимагає відходу від практики видачі бланкових кредитів овернайт, а також кредитів під забезпечення майновими правами та запровадження ринкових інструментів регулювання ліквідності банківської системи, що базуються на ліквідному забезпеченні із справедливою вартістю. Проте сучасна ситуація з наявністю стандартних заставних інструментів, таких як ОВДП, є проблематичною через нерегулярний випуск таких інструментів урядом та орієнтованості їх головним чином на іноземних інвесторів. За таких умов Національний банк змушений розширювати перелік видів забезпечення за кредитами рефінансування. Зокрема, Національний банк здійснює рефінансування шляхом проведення тендера з лютого 2008 року додатково під забезпечення облігаціями підприємств, розміщення яких здійснено під гарантію Кабінету Міністрів України та іпотечними облігаціями за кредитами рефінансування строком до 14 днів. Із травня 2008 року Національний банк України спочатку експериментально, а пізніше – на постійній основі почав приймати у забезпечення кредитів рефінансування акції власників істотної участі банків із метою оперативної підтримки ліквідності ринку [184].

Зауважимо, що до березня 2008 року в умовах надлишкової ліквідності за невеликих обсягів рефінансування банків, порівняно із стерилізаційними операціями, проблема ліквідного забезпечення була не настільки гострою, але із зміною ситуації на протилежну, тобто переважанні обсягів операцій із підтримання ліквідності, питання наявності надійної застави банків набуває надзвичайного значення. Тому нагального розв'язання потребує питання стимулювання розвитку фондового ринку, насамперед ринку державних цінних паперів. Окремої уваги також потребує питання нерозвиненості фінансового, в першу чергу, міжбанківського ринку. На сьогодні він не спроможний перерозподіляти надлишкові чи недостатні обсяги ліквідності. Тому при наявній вільній ліквідності в банківській системі Національний банк змушений проводити операції з рефінансування банків, що не відповідає світовій практиці, коли в умовах надлишкової ліквідності центральні банки проводять лише операції з стерилізації ліквідності за винятком невеликого обсягу кредитів овернайт, а в умовах її дефіциту – лише операції з підтримання ліквідності (рис. 4.27).



**Рис. 4.27. Динаміка обсягів операцій Національного банку по регулюванню ліквідності банків України у 2005–2008 рр.**

Джерело: розраховано за даними офіційного сайту Національного банку України [133].

*Депозитні операції.* Важливим інструментом регулювання ліквідності банківської системи на сучасному етапі її розвитку, який характеризується надлишковою ліквідністю, є депозитні операції. Відповідно до Положення про регулювання Національним банком України ліквідності банків України від 26 вересня 2006 р. № 378 у механізмі депозитних операцій відбулися певні зміни. Вони стосувалися створення постійно діючої лінії проведення тендерів із розміщення депозитних сертифікатів, відміни інструмента проведення депозитних операцій шляхом укладання депозитних договорів та зміни строковості розміщення депозитних сертифікатів. До введення в дію нової редакції цього Положення Національний банк проводив депозитні операції із використанням депозитних сертифікатів терміном на один день (депозити овернайт) й на 31–365 днів та шляхом укладення депозитних договорів терміном на 2–7 днів, 8–21 день, 22–30 днів; проведення операцій зворотного репо терміном до 30 днів.

Проведений аналіз депозитних операцій Національного банку України в розрізі їх строковості свідчить про прогресивні зміни в депозитних інструментаріях, які відбулися з листопада 2006 р. Так, до жовтня 2006 р. Національний банк України вилучав надлишкову ліквідність банківської системи шляхом проведення депозитних операцій терміном на 7, 8, 14, 15, 28, 29, 30, 57, 58, 59, 60, 87, 88, 90 днів. В один день проводилися від 3–5 видів депозитних операцій з різною строковістю, депозитні ставки коливалися від 0,3 до 2%. При цьому депозитні операції овернайт не проводилися.

Із листопада 2006 року широкий набір депозитних інструментів було спрощено та стандартизовано. Інструментами стерилізації надлишкової ліквідності, що можуть використовуватися Національним банком у межах чинного правового поля, є депозитні сертифікати овернайт, двотижневі депозитні сертифікати та до 365 днів, а також операції зворотного репо терміном до 60 днів [156]. Проте з кінця березня до вересня 2007 р. Національним банком було призупинено проведення депозитних операцій, тобто в цей період ліквідність банківської системи не регулювалася жодним депозитним інструментом. Із 6 вересня 2007 р. Національний банк відновив проведення мобілізаційних операцій, а з березня 2008 року спостерігається чітко виражена тенденція переважання операцій Національного банку з рефінансування банків над обсягами мобілізаційних операцій (див. рис. 4.3.4).

Проте у цьому випадку не йдеться про зміну позиції структурної ліквідності з дефіцитної на профіцитну. У банківській системі є постійно вільна ліквідність банків (обсяг коштів на коррахунках в НБУ за виключенням обсягу сформованих обов'язкових резервних вимог) (див. рис. 4.3.2). Йдеться про суттєве зниження ліквідності банківської системи з березня 2008 року через кумулятивний вплив таких чинників: зростання обсягів обов'язкових резервів, які підлягають формуванню; накопичення коштів на Єдиному казначейському рахунку Уряду в Національному банку України; зростання обсягів готівки поза банками та проведення окремими банками необґрунтовано-ризикованої політики кредитної експансії та надмірного очікування на підтримку ліквідності центральним банком.

За таких умов, як свідчить світовий досвід, з метою стимулювання розвитку міжбанківського ринку та проведення більш зваженої кредитної політики окремими банками Національному банку слід розглянути можливість щодо обмеження застосування протягом одного дня значних обсягів кредитних та депозитних операцій та перехід до застосування в кінці дня чистих операцій – кредитних або мобілізаційних (за виключенням невеликого обсягу кредитів овернайт), залежно від стану ліквідності банківської системи.

Іншим напрямом удосконалення депозитних операцій Національного банку України, на нашу думку, є спрощення та стандартизація депозитного інструментарію регулювання ліквідності. Із жовтня 2007 року мобілізація надлишкової ліквідності проводиться через депозитні сертифікати із різноманітною строковістю та ставками диверсифікованими від строку залучення коштів банків. Депозитні операції овернайт при цьому не проводяться, а мінімальні ставки за операціями з мобілізації коштів визначаються депозитними сертифікатами з 2, 3 або 4-денною строковістю. Як свідчить світовий досвід, наявність чисельних інструментів та процентних ставок не дає чітких та прогнозованих орієнтирів для суб'єктів грошово-кредитного ринку та є передумовою волатильності ринкових процентних ставок.

Для прикладу слід зазначити, що депозитні операції центральних банків зарубіжних країн, зокрема, Словаччини, Угорщини, Чехії, Казахстану, Польщі ґрунтуються на таких підходах. По-перше, наявність постійно діючого механізму депозитів овернайт дає можливість банкам щодня в кінці операційного дня вкласти надлишкові ліквідні кошти в центральний банк за мінімальною ставкою. Ця ставка є очікуваним орієнтиром мінімальної вартості депозитних ресурсів на грошовому ринку, використання цього інструмента наприкінці операційного дня стимулює розвиток міжбанківських відносин на грошово-кредитному ринку. По-друге, наявність регулярного депозитного інструмента, за яким вилучається основна маса надлишкової ліквідності, – операції на відкритому ринку з 7- або 14-денним терміном, забезпечення прозорої та прогнозованої діяльності центрального банку та стабілізація роботи міжбанківського ринку. По-третє, наявність операцій з цінними паперами власного боргу дають можливість вилучати надлишкову ліквідність банківської системи на більш тривалий термін (до 3 міс.) та слугують надійним забезпеченням при проведенні операцій рефінансування банків.

Таким чином, удосконаленню інструментів регулювання банківської ліквідності, на нашу думку, сприяли б заходи, спрямовані на: посилення ролі економічних нормативів через встановлення нормативу довгострокової ліквідності; посилення ролі механізму обов'язкових резервних вимог у регулюванні стокової та валютної структури залучених коштів банків через звільнення від необхідності обов'язкового резервування зобов'язань банків у національній валюті терміном виконання понад 2 роки; розширення в чинній нормативній базі наявного інструментарію підтримання ліквідності банків внутрішньоденними кредитами; обмеження проведення протягом одного дня в значних обсягах кредитних та депозитних операцій Національного банку та перехід до застосування в кінці дня чистих операцій – кредитних або мобілізаційних залежно від стану ліквідності ринку; спрощення та стандартизація депозитного інструментарію регулювання ліквідності шляхом використання депозитних сертифікатів овернайт та зменшення кількості депозитних інструментів у розрізі строків їх використання.

Як вже зазначалося, удосконалення управління ліквідністю банківської системи в Україні, потребує застосування комплексного підходу та зусиль багатьох суб'єктів, зокрема, Національного банку України, Уряду та безпосередньо самих банків, спрямованих на нівелювання негативного впливу чинників на ліквідність банківської системи. Це пов'язано з тим, що чинниками ліквідності банківської системи є фактори не лише макроекономічного, а й мікроекономічного характеру. Йдеться про недостатньо ефективне управління ліквідністю банків на мікрорівні через недосконалу систему її прогнозування, політику щодо переорієнтації із внутрішніх джерел формування ресурсної бази на зовнішні запозичення та високо ризиковані кредитні операції банків. Така політика банків зумовлює не лише

необхідність у проведенні валютних інтервенцій центральним банком для підтримання курсової стабільності в умовах значного надходження іноземного капіталу і недостатньо гнучкості обмінного курсу гривні та, відповідно, зростання пропозиції грошей через валютний канал, а й спричиняє збільшення ризиків ліквідності, пов'язаних із зростанням валютних і строкових дисбалансів у кредитних і депозитних операціях банків.

Враховуючи багатофакторність явища ліквідності банківської системи України, удосконалення процесу управління нею, на нашу думку, має ґрунтуватися на реалізації заходів, спрямованих окрім удосконалення інструментів регулювання ліквідності, на:

1. Посилення ролі банківського нагляду та рекомендаційних заходів Національного банку України у регулюванні ліквідності на мікрорівні. Накопичення ризиків у пасивних і активних операціях банків потребують від Національного банку України проведення активнішої роз'яснювально-рекомендаційної роботи для зростання усвідомлення банками взятих на себе ризиків ліквідності та фінансової стійкості, пов'язаних із валютно-строковими дисбалансами в активних і пасивних операціях.

2. Посилення координації грошово-кредитної та фіскальної політики з метою підвищення прогнозованості руху коштів Уряду на Єдиному казначейському рахунку в Національний банк України та мінімізацію впливу цього чинника на ліквідність банківської системи.

3. Подальше посилення гнучкості обмінного курсу гривні до долара США, що дозволить зменшити вплив валютних інтервенцій центрального банку на зміну ліквідності банківської системи України та розширити сферу впливу процентної політики у регулюванні грошово-кредитного ринку.

4. Удосконалення (у міру посилення гнучкості обмінного курсу) механізму регулювання ліквідності банківської системи шляхом переходу від кількісного підходу до регулювання грошово-кредитного ринку до підходу, що ґрунтується на його регулюванні через процентні ставки. Це дозволить посилити управлінську позицію Національного банку України, збільшити його можливості в регулюванні грошово-кредитного ринку та ефективність у досягненні намічених цілей.

5. Посилення ролі прогнозування в управлінні ліквідністю банківської системи на основі розроблення та застосування методичних підходів і моделей, які б з високою точністю могли оцінити та врахувати усі чинники ліквідності та визначити потребу в ній, адекватну циклу та стану розвитку економіки країни.

Зазначені заходи дозволять, на нашу думку, зменшити коливання ліквідності банківської системи, знизити на цій основі волатильність короткострокових ставок на міжбанківському ринку та посилити дієвість трансмісійного механізму грошово-кредитної політики у досягненні цінової стабільності в Україні.

## 4.4. Реалізація валютної політики в умовах трансформації діючого режиму грошово-кредитної політики

### 4.4.1. Міжнародний досвід посилення гнучкості обмінного курсу

В умовах економічної глобалізації та високої мобільності капіталу валютний курс відіграє важливу роль у регулюванні економічного розвитку країни. Ефективність режиму курсоутворення визначається перш за все ціновою стабільністю, низьким й передбачуваним рівнем інфляції, а також можливістю кращого адаптування до внутрішніх та зовнішніх шоків.

Перехід до режиму плаваючого валютного курсу країни світу здійснювали у різних умовах. Зокрема, є країни, які провели зміну основних засад валютної політики мінімізувавши негативний вплив на економічний розвиток країни. Наприклад, Ізраїль і Польща перейшли від режиму прив'язки до гнучкого валютного курсу у підготовлених умовах за декілька років. Інші ж країни змінювали валютний режим під тиском економічних криз.

Розглянемо детальніше досвід зміни валютного режиму таких країн, як Польща, Ізраїль, Чилі, Нова Зеландія, Уганда, Угорщина.

**Досвід Польщі.** На початку перехідного періоду у Польщі мала місце гіперінфляція. Частиною стабілізаційної програми для зниження рівня інфляції було обрано режим таргетування валютного курсу.

На першому етапі у 1990 році Польща запровадила режим фіксованого курсу злотого до долара США. У цілому, цей режим мав позитивний вплив на зменшення рівня інфляції. Завдяки жорсткій монетарній і фіскальній політиці фіксований режим міг підтримуватись довше, ніж очікувалось, але оскільки рівень інфляції Польщі все одно перевищував відповідний рівень її головних торговельних партнерів, це призвело до значного подорожчання реального курсу злотого і погіршення зовнішньої конкурентоспроможності.

У травні 1991 р. злотий був девальвований на 16,8% і прив'язка до долара була замінена прив'язкою до корзини валют, яка відображала структуру торгівлі Польщі. Але цей захід виявився неефективним і у жовтні 1991 р. Польща відмовилась від фіксованого курсу і запровадила режим повзучої прив'язки (crawling peg) до корзини валют із постійною щомісячною девальвацією за попередньо оголошеною ставкою. Одночасно задавалися орієнтири щодо динаміки грошової пропозиції (M2).

З одного боку підтримання стабільного тренду дефляції було природним довгостроковим пріоритетом. По-перше, на це були очевидні внутрішні причини. По-друге, у результаті географічної переорієнтації польської зовнішньої торгівлі основні партнери Польщі мали значно нижчий рівень інфляції. З іншого боку, Польща у той час вела процес переговорів щодо реструктуризації зовнішнього боргу з Лондонським і Паризьким клубами кредиторів. Для успішного завершення цих переговорів країна



мусила досягнути набагато вищого рівня резервів в іноземній валюті, ніж були вони до початку 1990 р. Національний банк Польщі вважав цю ціль також важливою для довгострокового зростання і дефляції. Як наслідок, реакція монетарної влади на комплекс взаємодій між валютним курсом, інфляцією, балансом платежів і пропозицією грошей була дуже обережною.

Інший потенційний конфлікт між зовнішніми подіями і дефляцією мав місце у 1994 р., коли вперше зафіксовано збільшення резервів у іноземній валюті, що вплинуло на зростання пропозиції грошей. Прискорення економічного розвитку вже здавалось постійним явищем. Унікальний підхід Польщі до «поганих» кредитів також надав позитивні результати, що супроводжувалося реструктуризацією зовнішнього боргу.

Крім того, одним із наслідків були значні зміни фінансових потоків у державі. У поєднанні з режимом таргетування валютного курсу відбулося суттєве підвищення ліквідності банківського сектору Польщі, що було основним фактором зростання пропозиції грошей у 1995 р. й змусувало Центральний банк нарощувати обсяги стерилізаційних інтервенцій, збільшення яких залишалось майже стабільним до середини 1996 р.

Такий розвиток подій, разом із проблемами підтримання попереднього рівня дефляції, був ключовим фактором наступних кроків із зміни режиму валютного курсу, тобто впровадження валютного коридору в межах  $\pm 7\%$  у середині 1995 р., а з січня 1999 р. кошик валют став складатись із євро і долара. Центральний банк намагався стримувати рівень подорожчання злота у межах коридору шляхом проведення інтервенцій на ринку іноземної валюти. Це була одна з умов, необхідних для схвалення нового режиму і полегшення таким чином пристосування реального сектору до більш гнучкого валютного курсу. Новий режим більшої гнучкості мав перевагу, оскільки застосування дисконтної валютної політики позитивно впливає на зниження обсягів надходження короткострокових спекулятивних потоків капіталу. Проте зростання обсягу іноземних резервів продовжувалось.

Всі ці події показали, що еkleктична монетарна політика при зростаючій відкритості економіки має високий рівень внутрішньої несумісності. Необхідність зміни стратегії монетарної політики назріла у 1998 році. Значні відмінності процентних ставок і суттєві економічні перспективи знову призвели до надходження іноземної валюти в країну, що підривало стабільність режиму валютного курсу. Інфляція на той час була надто високою для відміни надійного номінального якоря.

Проблеми з підтриманням зовнішнього балансу Польщі підтвердили недоліки контролю валютного курсу, як режиму монетарної політики. Посилили вплив цих недоліків: зростання мобільності капіталів і подальша лібералізація рахунку капіталів, а також те, що таргетування валютного курсу вимагає сильної фіскальної політики, включаючи здатність швидко й ефективно відповідати на внутрішні і зовнішні шоки.

У вересні 1998 р. Радою з грошової політики була затверджена середньострокова стратегія грошової політики на 1999–2003 рр. Цим документом передбачався перехід Польщі до режиму прямого таргетування інфляції. Із квітня 2000 року злотий має плаваючий валютний курс і не підлягає ніяким обмеженням. Центральний банк не ставить за ціль визначати курс злота до інших валют, проте залишає право втручатися у ринок іноземної валюти, якщо вважатиме це необхідним для дотримання інфляційної цілі.

Польща є членом Європейського валютно-економічного союзу, проте ще досі не впровадила євро. Одним із критеріїв для приєднання до Єврозони є членство в ERM-II, принаймні протягом 2 років. Це означає, що протягом цього періоду Національний банк Польщі буде підтримувати ринковий курс злота до євро у дозволеніх рамках відносно встановленого центрального паритету.

**Ізраїль** перейшов до режиму повзучої прив'язки з одночасним проголошенням інфляційної цілі у 1991 р. Спочатку коридор був встановлений на рівні  $\pm 5$  відсотків навколо паритету ковзання і згодом був розширений до  $\pm 7$  відсотків у 1995 р. через значні притоки капіталу. Із 1991 по 1996 рр. центральний банк підтримував внутрішні інтервенції у певних межах (intramarginal), які були націлені на збереження валютного курсу біля центрального паритету. Вузкий валютний коридор, однак, призвів до того, що учасники ринку відчували мінімальний валютний ризик. Відмова від коридору у 1996 р. з асиметричним розширенням його до 28% у 1997 р. (7% нижня межа, 21% – верхня) і бажання центрального банку дозволити шекелю помітно знецінитись у 1998 р. підсилили сприйняття валютного ризику і зменшили попит на позики в іноземній валюті.

У **Чилі** скасування фіксованого курсу та перехід до режиму повзучої прив'язки відбувся у 1982 р., що було зумовлено здебільшого прагненням збереження зовнішньої конкурентоспроможності. Протягом 1980-х встановлено коридор навколо центрального паритету, який був поступово розширений до  $\pm 5\%$  у 1989 р. Проте, значні потоки капіталу, які мали місце у 1990 р., призвели до встановлення суперечливості між валютним курсом й інфляційними цілями, які спонукали владу надати пріоритетність останнім.

Отже, з проголошенням встановлення інфляційної цілі у 1990 р. пріоритетним стало досягнення цінової стабільності. Зокрема, якщо виникав конфлікт між інфляційною ціллю і цільовим валютним курсом, центральний банк спрямовував дії на досягнення першої цілі, що позитивно позначилося на підтриманні довіри населення до неї. Крім того, починаючи з вересня 1998 р. межі волатильності обмінного курсу гривні були переглянуті, що відображало перехід монетарної політики до закріплення інфляційних очікувань як якоря. Для більшої незалежності монетарної політики повзуча прив'язка була поступово розширена до  $\pm 10\%$  у 1992 р. й  $\pm 12,5\%$  у 1997 р. Надання більшої гнучкості валютного курсу мало позитивний

вплив на розвиток форвардного і ф'ючерсного ринків іноземної валюти. Можливість хеджування сприяла зниженню рівня інфляції, що було поштовхом до відмови від режиму валютного коридору у 1999 р. та прийняття повноцінного режиму інфляційного таргетування у 2000 р. Складовою успіху дезінфляційної політики Чилі в умовах переходу до нового номінального якоря є розважлива фіскальна політика.

Таким чином, поступовий перехід до режиму плаваючого валютного курсу був успішно завершений у 1999 р, а у 2001 р. було запроваджено повноцінне таргетування інфляції. Протягом цього періоду здійснювався контроль за рухом капіталу, проте він поступово послаблювався. Ефективну відміну ринкового контролю, який приймав форму безпроцентних резервних вимог за надходженням капіталу, було здійснено у 1998 р., проте до зміни валютного режиму у 2001 р. частково валютний контроль було подовжено. Дещо раніше відбулося послаблення контролю за використанням деривативів, що полегшувало управління валютним ризиком.

**Нова Зеландія.** У середині 1980-х рр. Нова Зеландія успішно використовувала підхід «широкої прив'язки» та протягом кількох років рухалась від сильно регульованої системи з фіксованим валютним курсом до досить ліберального середовища з відкритим капітальним рахунком та плаваючим валютним курсом. Зокрема, у 1985 р. (після тиску на валютний курс у попередніх роках), Нова Зеландія перейшла від фіксованого валютного курсу до зваженого за торгівлею кошику валют й до плаваючого курсу новозеландського долара. У 1984 р. розпочався екстенсивний процес фінансової лібералізації та дерегуляції, що включав по суті відмову від всього валютного контролю, у т.ч. контролю поточного рахунка; перехід до непрямих інструментів монетарної політики; деякі дії щодо забезпечення незалежності центрального банку для досягнення його головної мети – цінової стабільності; кроки до відкриття входу до банківської системи. В умовах плаваючого валютного режиму центральний банк зберігав право проводити інтервенції на валютному ринку, проте використовував це право дуже рідко. Після переходу до гнучкого режиму курсоутворення волатильність потоків капіталу та певною мірою валютного курсу зросли, проте за допомогою непрямих інструментів монетарної політики влада мала можливість управляти дією цієї волатильності на інфляцію.

**Уганда.** Перехід Уганди від режиму фіксованого валютного курсу також був успішним. У той час, як економіка поступово й усебічно лібералізовувалась, зі змінами валютного режиму відбувались лише відкриття рахунку капіталу та реформи банківської системи, а таргетування інфляції не запроваджувалось. У листопаді 1993 р. влада відпустила плавати угандський шилінг разом з уніфікацією валютного ринку, а відповідно й валютних курсів. Влада не обіцяла утримуватись від інтервенцій на валютному ринку, проте проводила відповідну жорстку монетарну і фіскальну

політику та стерилізувала притоки (що в основному складались із грошей донорів) шляхом непрямих монетарних інструментів. Зміна системи валютного курсу відбулася після лібералізації процентних ставок у 1992 р. та продовжувалась у зміні поточного рахунку, запровадження непрямих монетарних інструментів та рекапіталізації центрального банку (1992–1993 рр.). Проте, рахунок капіталу залишався закритим до 1997 р. У ці роки були зроблені початкові кроки для реформування слабкої банківської системи, але основні зміни у цій сфері з'явилися лише у 1998–1999 рр.

**Угорщина** здійснила перехід від фіксованого курсу до повзучої прив'язки (з встановленням коридору  $\pm 2,25\%$ ) у 1995 р. за умов наявності подвійної цілі: встановлення номінального якоря і підтримання зовнішньої конкурентоспроможності. Як і в Польщі, на протидію тиску у бік підвищення валютного курсу, спричиненого притоками капіталу, здійснювалися стерилізаційні інтервенції, розширювався коридор валютного курсу до  $\pm 15\%$  та у 2001 р. було проголошено перехід до інфляційного таргетування. Обмеження у фіскальній політиці та політиці доходів, націлених на стримування агрегованого попиту були критичними для життєздатності повзучої прив'язки, успіху дезінфляції, і переходу до таргетування інфляції до 2001 р. Приймавши інфляційне таргетування, монетарна політика зіткнулась із конфліктом цілей, високим фіскальним дефіцитом і притоками капіталу, які тиснули на валютний курс і призводили до необхідності проведення інтервенцій, наводячи на думку, що коридор не був достатньо широким для утримування спекулятивних потоків і забезпечення необхідного рівня незалежності монетарної політики для ефективного досягнення цінової стабільності.

Таким чином, дослідження досвіду країн світу, що перейшли на плаваючий режим валютного регулювання, свідчить про низку переваг, які притаманні досліджуваному валютному курсу. Зокрема, запровадження гнучкого режиму курсоутворення супроводжується позитивними зрушеннями в економічному розвитку країн; швидшим реагуванням економіки на зміни, що відбуваються як в середині країни, так і за її межами; формуванням необхідних умов для розвитку фондового ринку та поширення застосування фінансових інструментів; знижуються надходження короткострокового спекулятивного капіталу, що позначається на динаміці валютного курсу. Однак, з огляду на посилення валютного ризику в умовах волатильності обмінного курсу національної валюти, прийняття рішення щодо переходу на новий режим валютного регулювання вимагає зваженого підходу з урахуванням можливих наслідків для економічного розвитку країни.

#### 4.4.2. Потенційні ефекти та ризики від можливого посилення гнучкості обмінного курсу гривні

Розвиток зовнішньоекономічних відносин, конкурентоспроможність експортерів, внутрішньогосподарські процеси безпосередньо залежать від динаміки валютного курсу національної валюти. Реалізація валютно-курсової політики визначається особливостями застосування її елементів, у тому числі й валютного режиму, який характеризується механізмом встановлення офіційного курсу національної валюти та можливістю його зміни.

Вважається, що фіксований курсовий режим ефективніший для країн, що розвиваються, спільними ознаками яких є відсутність необхідних інструментів та механізмів регулювання інфляційних процесів, обмежений рух капіталу тощо. Натомість для відкритих до міжнародного фінансового ринку країн більші переваги надаються гнучкому валютному курсу, який своєчасно реагує на зміни у світовій економіці. За даними МВФ, країни, що використовують гнучкий чи фіксований режим валютного курсоутворення, можливо поділити майже навпіл.

Сутність гнучкого валютного режиму полягає в тому, що офіційний валютний курс визначається ринковими механізмами з урахуванням попиту та пропозиції. Волатильність обмінного курсу, яка характерна для гнучкого режиму курсоутворення, безпосередньо впливає на усі без винятку сфери діяльності й призводить до отримання як позитивних, так і негативних наслідків. Це зумовлює необхідність детального вивчення й урахування можливих ефектів та ризиків від посилення гнучкості гривні, що сприятиме мінімізації впливу на економіку України в умовах подальшого зростання діапазону коливань валютного курсу гривні.

Еластичність впливу обмінного курсу на **зовнішній сектор економіки** проявляється через динаміку **торговельного балансу країни**. Зміна торговельних потоків унаслідок девальвації в економічній літературі називається «ефектом кривої J» [66, с. 538], сутність якої полягає в тому, що в умовах знецінення валюти торговельний баланс спочатку погіршується через зростання вартості імпортової складової, проте в подальшому цей негативний ефект змінюється на протилежний внаслідок зменшення обсягу імпорту та нарощення експорту.

Загалом, знецінення національної валюти в середньостроковій перспективі сприяє підвищенню конкурентоспроможності експортерів на зовнішньому ринку, зростанню доходів від експорту в гривневому еквіваленті, а відповідно і зниженню дефіциту платіжного балансу. У короткостроковому періоді знецінення національної валюти, яке супроводжується підвищенням вартості імпорту, створює сприятливі умови для розвитку внутрішнього виробництва товарів, які заміщують іноземні.

Вплив девальвації на торговельний баланс може повною мірою матеріалізуватися через декілька років (лаг основної частини коригування проявляється через два роки), а в загальному – близько п'яти років.

Позитивне сальдо платіжного балансу в довгостроковому періоді, як правило, формує тенденцію до укріплення національної валюти. Однак, зазначений позитивний ефект для експортерів буде не тривалим, оскільки покращення їх фінансового результату відбувається здебільшого не за рахунок суттєвого нарощення виробництва чи підвищення якості продукції, а внаслідок зміни валютного курсу, що супроводжується призупиненням технологічного та технічного оновлення, зниженням енергоємності тощо. Зростання вартості імпортних товарів впливає на собівартість вітчизняної продукції, ціна якої також буде підвищуватися. Поступово визначений ефект нівелюється підвищенням рівня інфляції в країні та зниженням купівельної спроможності гривні. Натомість підтримка девальвації обмінного курсу призведе до подальшого розкручування інфляційних процесів.

Зростання вартості продукції як вітчизняного, так й іноземного виробництва може негативно вплинути на динаміку доходів експортерів. Це позначиться на заробітній платі працівників і в подальшому може призвести до необхідності скорочення кадрів.

Посилення девальваційних тенденцій та погіршення платіжного балансу може також відбутися внаслідок наявності кризових явищ у країнах партнерах. За умов плаваючого режиму курсоутворення дефіцит платіжного балансу нівелюється девальвацією валюти.

Наслідком **ревальвації** в першу чергу є зниження цінових переваг експортерів **на зовнішньому ринку**. Укріплення гривні призведе до зменшення експорту і, як наслідок, до зростання дефіциту платіжного балансу. За визначених умов *зменшується вартість імпорту* у гривневому еквіваленті, що має позитивний ефект через скорочення витрат на енергоресурси та інші складові внутрішнього споживання. Ці зміни мають позначитися і на зниженні ціни вітчизняної продукції, для виготовлення якої використовуються й імпортні товари.

Вплив на ціни коливань валютного курсу все ж таки можливо контролювати через відмову від додаткових прибутків для збереження конкурентоспроможності експортерів на ринку. Це пояснюється або бажанням утримати покупців, або, при наявності прогнозу щодо короткостроковості зміни курсу, зумовлено небажанням коригувати ціну на незначний період. Захищаючи себе від ревальвації національної валюти, великі підприємства чи корпорації можуть виносити виробництво за межі країни, проте їх частка в Україні незначна. За дослідженнями МВФ коливання валютного курсу в Україні призводять до зміни індексу споживчих цін на 25–30%, що значно менше порівняно з іншими країнами (40–50%). Вважається, що 10%-ва ревальвація національної валюти сприяє 2%-му зниженню рівня інфляції [12, с. 12)], проте такий ефект притаманний для розвинутих країн, натомість як для країн, що розвиваються, стрімка ревальвація може бути дестабілізуючим фактором економічного розвитку.

Динаміка валютного курсу також позначається на обсязі зовнішньої заборгованості. Унаслідок ревальвації здешевлюється обслуговування зовнішнього боргу та зменшується загальна сума зобов'язань. При девальвації спостерігаються протилежні тенденції. Однак варто зазначити, що країни, перебуваючи у фінансовій кризі, яка здебільшого супроводжується знеціненням національної валюти, задля стабілізації економічної ситуації ще більше посилюють боргове навантаження шляхом додаткового залучення зовнішніх запозичень.

У **реальному секторі економіки** волатильність валютного курсу зумовлює зміну **темрів приросту ВВП**. Зокрема, в *результаті ревальвації* національної валюти відбувається уповільнення темрів зростання ВВП через зменшення експорту у короткостроковому періоді, тоді як у середньостроковій перспективі темпи його нарощення поступово прискорюються. В *умовах девальвації* зростання ВВП зумовлене збільшенням експорту в короткостроковому періоді, проте у подальшому позитивний ефект зменшується через підвищення рівня інфляції, вартості імпортованої продукції, як складової виробництва, та погіршення інвестиційного середовища.

Від напрямів коливань валютного курсу також безпосередньо залежить **обсяг спрямованих інвестицій**. Важливим чинником у цьому процесі є **рівень облікової ставки**. Зокрема, ревальвація, що супроводжується зниженням відсоткових ставок, рівня інфляції, сприяє зростанню обсягів кредитування. Проте суттєве зменшення облікової ставки може викликати незацікавленість інвесторів до вкладення короткострокового капіталу в країну, а відповідно загрожує його відтоком та знеціненням національної валюти. Тому важливо своєчасно вжити необхідні заходи через підвищення відсоткової ставки для так званого «охолодження» економіки. Однак її високий рівень сприяє зворотнім процесам: зниженню обсягів кредитування, надходженню капіталу, а відповідно й поступовій ревальвації національної валюти.

Міжнародний рух капіталу, зумовлений диференціацією відсоткових ставок, спрямовується в країни з більшим їх рівнем, а відповідно спричиняє поступове укріплення національної валюти. Проте в країнах з нижчими обліковими ставками спостерігається її знецінення під впливом відтоку капіталу.

Інвестиційний клімат безпосередньо пов'язаний не лише з визначеними процесами. Вагомим фактором його поліпшення є стабільна економічна ситуація, прогнозованість дій уряду, як індикатора зниження ризику відтоку капіталу.

У **фінансовому секторі економіки** коливання валютного курсу впливають на **інфляційні процеси**. Девальвація обмінного курсу гривні супроводжується підвищенням темрів інфляції, що може спровокувати спад виробництва та зростання рівня безробіття. Для вітчизняних виробників, що в своїй діяльності використовують імпортні товари, в період значного

знецінення валюти підвищується загроза банкрутства або щонайменше погіршення фінансового стану через відсутність достатнього обсягу коштів, потребу в яких не можливо задовольнити за рахунок банківського кредитування, вартість якого підвищується, супроводжуючись зниженням кредитоспроможності товаровиробників. Погіршення економічної ситуації може спровокувати збільшення світових цін на енергоресурси. Вважається, що повний вплив на ціну через зміну темпів інфляції матеріалізується через три чи шість місяців [66, с. 501].

В умовах девальвації знижується приріст депозитів у національній валюті, відбувається вилучення їх із банківської системи. Інфляційні очікування суб'єктів валютного ринку при погіршенні макроекономічних показників та значному знеціненні національної валюти зростають випереджаючими темпами, що зумовлює нарощення обсягів споживання.

Ревальвація гривні сприяє зниженню темпів інфляції як у короткостроковому, так і середньостроковому періоді. Крім того, у таких умовах можливо отримати додатковий позитивний ефект, оскільки укріплення валюти також зумовлює здешевлення імпоротної продукції, що особливо ефективно в умовах зростання вартості енергоресурсів на світовому ринку. Це надає змогу прискорити технічне та технологічне оновлення. Однак вироблена на цьому обладнанні продукція дещо втратить цінову перевагу на світовому ринку [10]. З іншого боку є можливість для розвитку внутрішнього ринку через підвищення якості продукції, скорочення витрат на її виробництво тощо.

Доцільно зазначити, що вартість товарів внутрішнього виробництва, як показує вітчизняна практика, майже не реагує на зниження ціни їх складових, яка зумовлена укріпленням валюти, що надає додатковий дохід від реалізації.

В умовах ревальвації національної валюти при зменшенні рівня відсоткових ставок відбувається нарощення обсягів кредитування. Це супроводжується нижчим рівнем інфляційних очікувань і, як наслідок, уповільнення темпів приросту депозитів та кредитів в іноземній валюті.

Зміна валютного курсу безпосередньо впливає на обсяг грошової маси в країні. Зокрема, враховуючи те, що значна маса депозитів і кредитів знаходяться в іноземній валюті, ревальвація гривні призведе до зменшення їх обсягу в перерахунку на національну валюту. Натомість девальвація відповідно зумовить їх збільшення.

Коливання валютного курсу призведе до негативних наслідків для одного з учасників форвардних угод через недоотримання доходів продавцями внаслідок укріплення національної валюти або підвищення витрат покупців через девальвацію гривні.

Незалежно від сектору економіки через нерозвиненість ринку хеджування валютних ризиків у разі настання несприятливих подій посиляться



паніка в суспільстві, що може спровокувати гальмування економічного розвитку країни.

Волатильність обмінного курсу гривні також має вплив на економічний ефект від спекулятивних операцій із цінними паперами. Їх суть полягає в отриманні додаткового ефекту через позитивну зміну відсоткової ставки з подальшим обміном гривні на іноземну валюту за зниженим курсом [10].

Для **банківського сектору економіки** динаміка обмінного курсу впливатиме на обсяг необхідних для резервування коштів під активні операції в іноземній валюті. В умовах ревальвації банківські установи знизять обсяг резервування, а при наявності в них інформації щодо подальшого укріплення курсу гривні, банки, з метою мінімізації можливих збитків, продаватимуть іноземну валюту, що буде передумовою подальшого укріплення національної валюти або поштовхом для запровадження відповідних дій з боку Національного банку на початковому етапі гнучкого курсоутворення.

В умовах волатильності обмінного курсу знижується необхідність проведення інтервенцій, хоч потреба в них залишається до моменту встановлення плаваючого курсу. Це пояснює доцільність формування достатнього обсягу резервів. В умовах ревальвації відбудеться втрата капіталу в іноземній валюті, який є частиною золотовалютних резервів, проте при девальвації відповідно він зростає у гривневому еквіваленті.

Зміниться й валютна позиція банківських установ [10]. Ефекти та ризики при цьому залежать від того, яка, коротка чи довга, валютна позиція банку. При наявності короткої валютної позиції кредитори отримають додатковий ефект від укріплення гривні, проте за формуванням довгої валютної позиції їх доходи знизяться, а відповідно й певною мірою платежі до бюджету. В умовах коливання валютного курсу кредитори прагнуть збільшити премію за ризик через мінливість обмінного курсу або встановлювати плаваючі відсоткові ставки, при яких підвищується ризик зростання зобов'язань позичальника чи втрати його кредитоспроможності внаслідок можливого значного підвищення рівня відсоткових ставок. Це також буде причиною підвищення премії за ризик для кредиторів.

Колівання валютного курсу безпосередньо позначиться і на ліквідності банківських установ, яка буде змінюватися залежно від обмінного курсу гривні. Потребує також відповідної зміни й перерахування обсягу обов'язкового резервування.

У **державному секторі** економіки в умовах ревальвації, як уже зазначалося, зменшується **обсяг зовнішніх зобов'язань**, що скоротить **видатки бюджету** на обслуговування зовнішнього боргу. Зменшення експорту зумовлює відповідну тенденцію податкових надходжень й дохідної частини бюджету.

Натомість при девальвації відбуваються протилежні зміни. Поряд із зростанням видатків на обслуговування зовнішніх запозичень, нарощення експорту сприятиме поповненню державного бюджету.

Зниження доходів і видатків суб'єктів господарювання, митних платежів через ревальвацію гривні призведе до зменшення податкових надходжень, що позначиться на дохідній частині бюджету.

Сектор **домашніх господарств і суб'єкти господарювання** досить жваво реагують на коливання валютного курсу, що в критичних обставинах може спровокувати паніку та посилити кризову ситуацію. На наш погляд, коливання валютного курсу при встановленні гнучкого режиму курсоутворення в непідготовлених умовах і без роз'яснювальної роботи для населення щодо напрямів валютної політики посилить невизначеність й занепокоєння суспільства.

Девальвація національної валюти слугує фактором посилення інфляційних очікувань і знецінення валюти, що буде поштовхом для населення скопувати іноземну валюту з метою збереження власних заощаджень. Це призводить до підвищення рівня доларизації й ще більшою мірою посилює тиск на ослаблену національну валюту, знецінюючи її. Відповідно відбувається зменшення реальних доходів населення через зростання рівня інфляції.

У таких умовах зниження вартості імпортованих товарів має сприяти розвитку вітчизняного виробництва. Проте в середньостроковому періоді ця ситуація не може позитивно вплинути на внутрішній розвиток виробництва, оскільки в умовах зниження експорту населення неспроможне збільшувати або принаймні забезпечувати споживання на одному рівні через відсутність достатньої суми коштів. З іншого боку, це є загрозою для банківської системи, яка недоотримає частину доходів через знецінення валюти та значно посилить ризик втрати фінансової стабільності внаслідок зниження платоспроможності, а відповідно, погіршення платіжної дисципліни позичальників. Підвищений попит на іноземну валюту також проявиться у нарощенні депозитів у визначеній валюті та кредитів у національній при фіксованій відсотковій ставці.

Зміна обмінного курсу впливає на обсяг зовнішніх зобов'язань для населення та суб'єктів господарювання. Тобто, в умовах девальвації зростають витрати на обслуговування зовнішнього боргу.

Укріплення гривні позитивно вплине на зростання добробуту громадян, заощадження яких знаходяться в національній валюті. Це сприятиме збільшенню попиту на імпортні товари (що в подальшому у довгостроковому періоді спричинить відтік капіталу й девальвацію гривні) й продукцію власного виробництва; зростають доходи населення у доларовому еквіваленті. Проте для працівників, заробітна плата яких залежить від курсу національної валюти, реальні доходи зменшаться.

Внаслідок ревальвації відбудеться знецінення заощаджень населення в іноземній валюті як у формі депозитів, так і формі грошових заощаджень, що знаходяться поза банківською системою, обсяг яких коливається в межах 20–30 млрд. грн.

Ревальваційна тенденція буде спостерігатися певний час. Це надасть можливість населенню реалізувати свої заощадження в іноземній валюті, що позначиться на зростанні попиту на гривню та зниження рівня доларизації. Унаслідок надлишкової пропозиції валюти на ринку підвищиться тиск на гривню в сторону ревальвації.

У разі запровадження гнучкого курсоутворення у нинішніх умовах політична невизначеність може бути дестабілізуючим фактором економічного розвитку і, як наслідок, спричинить ріст інфляції та знецінення гривні.

Таким чином, волатильність валютного курсу, як в сторону ревальвації, так і девальвації, зумовлює наявність певних ефектів та ризиків, вплив яких на прискорення економічного розвитку залежить від величини тренду валютного курсу.

#### **4.4.3. Макроекономічні передумови для ефективного переходу до режиму гнучкого курсоутворення**

Зміна валютного режиму є об'єктивним проявом динаміки економічних процесів, яка обумовлена закінченням перехідного періоду формування економік більшістю країн. Визначені явища супроводжуються глобалізацією міжнародних фінансових ринків, що також є стимулюючим фактором зміни режиму курсоутворення. Крім того, за наявності незалежної монетарної політики при гнучкому курсоутворенні економіка може краще пристосуватися як до зовнішніх, так і внутрішніх шоків [137, с. 5].

Обережне ставлення до зміни валютного режиму зумовлено низкою факторів: відсутністю належних технічних можливостей зниження та утримання низького рівня інфляції в умовах гнучкого курсоутворення; розвинутого фінансового ринку та його інструментів [251]; острахом зростання зовнішньої заборгованості (негативним прикладом є Угорщина: від'ємне сальдо державних фінансів при гнучкому валютному курсі мало тенденцію до зростання) та значних коливань валютного курсу; зміцнення національної валюти, що спричинює негативний вплив на торговельний баланс наявності швидких темпів девальвації (як це відбувалося в Аргентині, Бразилії, Венесуелі, Мексиці, Уругваї та Еквадорі [67]), а також можливістю настання інших негативних наслідків для економічного розвитку країни.

Єдиного ефективного режиму валютного регулювання не існує через наявність як переваг, так і недоліків, притаманних різним режимам курсоутворення. Зокрема, фіксований валютний курс певним чином є номінальним якорем стабільності, який формує позитивні очікування суб'єктів валютного ринку. Проте, з іншого боку, в умовах фіксації курсу підвищується залежність від стану економічного розвитку країни, до валюти якої здійснюється прив'язка національної валюти. Також зростає роль фіскальної політики, хоча здебільшого стримуючим фактором реалізації її стабілізаційної функції є політична складова; посилюється загроза дисбалансуочого

впливу спекулятивних атак, що особливо актуально в умовах підвищення мобільності капіталу, як наслідок глобалізації світової економіки.

В умовах України основними стримуючими факторами зміни режиму курсоутворення є зростання валютних дисбалансів банківської системи та бізнесу, втрата курсового орієнтира для всіх макроекономічних агентів [137]. Однак, доцільно зазначити і переваги, які притаманні плаваючому валютному курсу. Зокрема, гнучкі режими курсоутворення забезпечують кращий захист від зовнішніх та внутрішніх шоків, більшу незалежність грошово-кредитної політики, а також нівелюють негативне сальдо платіжного балансу через знецінення обмінного курсу національної валюти.

Таким чином, економічні кризи, що мали місце у більшості невідготтованих країн при переході до гнучкого режиму курсоутворення, довели необхідність формування ефективних передумов, що мають уберегти країну від значних економічних потрясінь, надавши додаткові можливості для прискорення економічного розвитку.

Загалом країни, що перейшли на гнучкий режим курсоутворення<sup>14</sup>, можливо розподілити на кілька груп. Серед них більша кількість змінили режим курсоутворення під впливом кризових економічних явищ. Наприклад, Аргентина (не змогла нейтралізувати економічну кризу впровадженням стабілізаційних заходів, одними з яких було встановлення механізму валютного бюро у 1991 р., що протрималося до 2002 р.), Чехія (в якій відбувалися девальваційні тенденції, викликані спекулятивними атаками на чеську крону), Індонезія (біржова криза), Мексика (крім біржової кризи, відбувався відтік капіталу та девальвація національної валюти), Норвегія й Фінляндія (девальвація валюти) перейшли на гнучкий режим валютного регулювання під впливом боргової, валютної та банківської криз, що мали місце протягом певного періоду.

Бразилія, наприклад, ще у 1975 р., з розпадом Бреттон-Вудської системи перейшла на режим плаваючого валютного курсу. Внаслідок зростання рівня інфляції та наявної валютної кризи було обмежено плавання валютного курсу у 1981 р. Азійська криза 1998 р., дефолт у Росії посилили валютну й спровокували біржову кризи, які були причиною переходу Бразилії до плаваючого валютного режиму з запровадженням таргетування інфляції у 1999 р. Подібна ситуація відбувалася і в Чилі у 1997 р.

У 1985 р. Швеція впровадила лібералізацію фінансового сектору, а у 1992 р. відмовилася від прив'язки курсу до ЕКЮ. У 1993 р. виникла валютна та банківська кризи, які супроводжувалися девальвацією крони.

---

<sup>14</sup> Результати дослідження базуються на досвіді зміни режиму курсоутворення таких країн: Аргентина, Болгарія, Бразилія, Індонезія, Казахстан, Мексика, Норвегія, Перу, Південна Африка, Польща, Таїланд, Угорщина, Фінляндія, Чехія, Чилі, Швеція.

Південно-Африканська Республіка також здійснила відповідні зміни в умовах валютної кризи, зростання рівня інфляції, наявності зовнішніх потрясінь та проблем платіжного балансу.

Інша група країн перейшла до іншого режиму валютного регулювання у підготовлених умовах. Так, прийняття рішення щодо переходу до плаваючого валютного курсу в Польщі було викликано вимогами Європейського союзу щодо країн-учасників. Проте у 1991 р. зміна режиму курсоутворення відбулася внаслідок зростання рівня інфляції, значної девальвації злотого, погіршення платіжного балансу.

У деяких країнах через суттєве погіршення сальдо поточного рахунку здійснено перехід від плаваючого до фіксованого режиму курсоутворення. Зокрема, збільшення зовнішнього боргу майже до 100% ВВП та значний дефіцит поточного рахунку були причиною прийняття Болгарією режиму фіксованого валютного курсу.

Суттєвим фактором при зміні валютного режиму також є загальна динаміка макроекономічних показників. Зокрема, в Аргентині економічна криза супроводжувалася зниженням рівня інфляції, зростанням обсягу резервів при одночасному зниженні ВВП, збільшенні дефіциту поточного рахунку, рівня безробіття та дефіциту державних фінансів.

Бразилія, Чилі, Чехія, Таїланд також переходили на плаваючий режим валютного курсу в подібних умовах (зниження ВВП, зростання дефіциту поточного рахунку). Країни, що змінили гнучкий режим на фіксований, характеризуються поступовим подоланням негативних тенденцій макроекономічних показників, проте зниження рівня інфляції в Болгарії супроводжувалося зростанням дефіциту поточного рахунку.

Доцільно зосередити увагу на прикладі Угорщини. Зокрема, такий перехід відзначався позитивними змінами у ВВП, певним зниженням обсягів резервів (до 2004 р.), рівня безробіття, проте, з іншого боку, відповідна динаміка супроводжувалася зростанням дефіциту поточного рахунку й державних фінансів, у т.ч. зовнішньої заборгованості.

Одним із основних показників економічного розвитку є рівень інфляції, підвищення якого певною мірою обмежує економічне зростання у довгостроковому періоді, стримуючи поліпшення рівня життя населення.

За результатами дослідження зміни відповідного показника виявлено загальну тенденцію до зниження його рівня. Однак слід зазначити, що в умовах гнучкого курсоутворення рівень інфляції має певну волатильність. Наприклад, Аргентина (2002 р.), Бразилія та Чилі (1999 р.) змінили режим курсоутворення при значенні досліджуваного показника відповідно 25,87%; 4,87 і 3,34%. Однак з часом рівень інфляції в цих країнах знизився й у 2006 р. відповідно становив 6,59; 4,18 і 1,05% (значення показника у Чилі наведено за 2004 р, оскільки в наступні роки відбулося його зростання). Варто зазначити, що в Бразилії з 1999 до 2003 р. рівень інфляції мав тенденцію до збіль-

шення. Також значне коливання значення рівня інфляції спостерігалось в Індонезії, Угорщині (в умовах функціонування валютного коридору).

Внаслідок економічної кризи, що відбувалася на початку 90-х років минулого століття в умовах гнучкого курсоутворення, Болгарією (1997 р.) та Фінляндією (1999 р.) було прийнято рішення про встановлення фіксованого валютного режиму, що мало позитивний ефект для стабілізації економічної ситуації. Зокрема, показник рівня інфляції в Болгарії знизився з 1058,38% у 1997 р. до 7,26% у 2006 р., Фінляндії – з 1,16 у 1999 р. до 0,96% у 2005 р., хоча у 2006 р. зріс до 1,57%.

У Польщі в рік переходу до гнучкого режиму курсоутворення (2000 р.), хоча це проводилося в підготовлених умовах, виявлено зростаючу динаміку цього показника. Подібна тенденція підвищення рівня інфляції у перші роки запровадження плаваючого валютного курсу спостерігається і в деяких інших країнах.

Узагальнюючи досвід країн, можна констатувати, що однією з ефективних передумов запровадження гнучкого режиму курсоутворення є мінімізація інфляційних процесів із подальшим утриманням досягнутого рівня. Така необхідність зумовлена зростанням значення відповідного показника досліджуваних країн у перші роки після зміни режиму валютного регулювання.

За оцінками МВФ запровадження гнучкого валютного курсу сприятиме застосуванню ефективнішого контролю за інфляційними процесами та рівнем долларизації, що надзвичайно актуально для України. Проте із введенням гнучкого валютного курсу, особливо в непередбачених умовах, ще певний час спостерігається погіршення макроекономічних показників. Тому, розглядаючи можливість переходу України до нового режиму валютного регулювання, можливо стверджувати доцільність формування ефективних передумов, що сприятиме мінімізації можливих негативних наслідків для економічного розвитку країни.

Проаналізуємо сучасний стан макроекономічних показників за секторами економіки й визначимо їх достатній рівень, необхідний для ефективної зміни режиму курсоутворення.

**Фінансовий сектор економіки.** Останні роки рівень інфляційних процесів в Україні характеризується поступовим зростанням. Так, у 2007 р. цей показник становив 16,6%, що є найбільшим значенням за останні 7 років. За висновками Інституту економічних досліджень та політичних консультацій, в Україні такий високий індекс споживчих цін наражає на небезпеку макроекономічну стабільність і шкодить добробуту населення.

Високий рівень інфляції зумовлений низкою факторів, серед яких зростання цін на продукти харчування через низьку врожайність сільськогосподарських культур (обсяг продукції сільського господарства за 2007 р. зменшився на 5,6% порівняно з відповідним періодом минулого року [17, с. 13]); підвищення цін виробників (ІЦВ промислової продукції за

відповідний період становив 123,3% [17, с. 6]); зростання як світових, так і внутрішніх цін на ресурси, що зумовлює імпортовану інфляцію (посилення якої пов'язано із світовою кризою, що почалася влітку 2007 р. й супроводжувалася девальвацією долара); також зростає вартість послуг, зокрема у сфері житлово-комунального господарства, транспорту тощо).

Крім того, певний вплив на досліджуваний показник мало підвищення рівня доходів населення, що зумовлено зростанням заробітної плати, споживчого кредитування, темпи якого перевищують номінальні доходи населення, значною часткою (38% у структурі доходів населення [17, с. 20]) соціальних виплат та інших одержаних поточних трансфертів, що певною мірою перевищують темпи реального розвитку економіки, тим самим посилюючи ріст інфляції.

Починаючи з 2003 р., виявлено тенденцію суттєвої відмінності фактичного та прогнозованого значення індексу споживчих цін, найбільша різниця між якими спостерігалася у 2007 р. Це свідчить про відсутність точних методів розрахунку досліджуваного показника (табл. 4.6), що підсилює негативні інфляційні очікування суб'єктів господарювання та населення. Вважається, що непередбачувана інфляція несе згубніші наслідки для суспільства, ніж передбачувана [92, с. 194].

Таблиця 4.6

**Динаміка індексу споживчих цін в Україні за 2000–2008 рр., %**

Показник	Рік								
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Фактичне значення <sup>15</sup>	125,8	106,1	99,4	108,2	112,3	110,3	111,6	116,6	
Прогнозоване значення	135,7 <sup>16</sup>	113 <sup>17</sup>	103,5 <sup>18</sup>	106,7 <sup>17</sup>	105,8 <sup>17</sup>	106,2 <sup>19</sup>	108,7 <sup>20</sup>	107,5 <sup>21</sup>	109,6 <sup>22</sup>

В Україні зростання рівня інфляції призводить до зменшення попиту на гривню, а відповідно і зумовлює підвищення долларизації, значний рівень якої обмежує можливість повною мірою реалізувати грошово-

<sup>15</sup> Дані Держкомстату України.

<sup>16</sup> <http://www.ac-rada.gov.ua>.

<sup>17</sup> Про формування проекту Державного бюджету України на 2001 рік, його попередні показники та заходи щодо підготовки проекту Закону про Державний бюджет України на 2001 рік: Постанова Кабінету Міністрів України від 9 червня 2000 р. № 937.

<sup>18</sup> Про Прогноз економічного і соціального розвитку України на 2002-2006 роки: Постанова Кабінету Міністрів України від 25.10.2002 р. № 1586.

<sup>19</sup> Про Прогноз економічного і соціального розвитку України на 2005 рік: Постанова Кабінету Міністрів України від 13 вересня 2004 р. № 1198.

<sup>20</sup> Про Прогноз економічного і соціального розвитку України на 2006 рік: Постанова Кабінету Міністрів України від 15 вересня 2005 р. № 927.

<sup>21</sup> Про схвалення Прогнозу економічного і соціального розвитку України на 2007 рік: Постанова Кабінету Міністрів України від 14 серпня 2006 р. № 1194.

<sup>22</sup> Про схвалення Прогнозу економічного і соціального розвитку України на 2008 рік: Постанова Кабінету Міністрів України від 27 липня 2007 р. № 976.

кредитну політику Національного банку, знижує ефект фіскальної політики, прискорює знецінення реального курсу національної валюти в умовах інфляції [9]. Варто зазначити, що країни з високим рівнем доларизації стають більш чутливими до зміни очікувань. Це підвищує ризик втрати економічної стабільності при запровадженні гнучкого курсоутворення гривні, що зумовлює необхідність зниження рівня доларизації, який в Україні ще залишається високим. Здебільшого це пов'язано з очікуванням зростання рівня інфляції, політичною невизначеністю тощо. Також його підвищення зумовлено невизначеністю в суспільстві та збільшенням соціальних виплат, що особливо мають місце під час виборчих кампаній [195].

Зазначені фактори посилюють ризик зростання інфляції при запровадженні в нинішніх умовах гнучкого курсоутворення гривні, що може мати негативний вплив на розвиток економіки країни через зниження темпів приросту ВВП, знецінення валюти (оскільки підвищення конкурентоспроможності вітчизняних товаровиробників на світовому ринку супроводжується призупиненням удосконалення технологічних процесів та оновлення технічних засобів), зростання відсоткових ставок як механізму стримування інфляційних процесів. При низькому рівні виробництва країна буде залишатися орієнтованою на експорт сировини, що характеризується значною залежністю від кон'юнктури цін на світових ринках. Крім того, вважається значно важчим утримання інфляції на рівні більшому за 10-відсотковий [232]. Це зумовлює необхідність застосування заходів щодо мінімізації інфляційних процесів та їх утримання на однозначному рівні, що буде ефективною передумовою зміни режиму курсоутворення.

Важливим показником економічного розвитку країни, який обернено пропорційно пов'язується з інфляцією, є рівень безробіття [216]. Варто зазначити, що в деяких країнах, які застосовують плаваючий режим курсоутворення, зокрема Бразилія, Чехія, Індонезія, Польща, виявляється чітка тенденція до підвищення рівня безробіття, проте, як при фіксованому курсі, даний показник мав найменше значення. Так, в Чехії рівень безробіття з 1997 р. до 2006 р. зріс майже удвічі; у Польщі – у 1,3 раза з 2000 р. до 2005 р. Україна характеризується зниженням значення відповідного показника, проте негативні тенденції, що мають місце в інших країнах, зумовлюють необхідність подальшого підвищення рівня зайнятості, що також буде ефективною передумовою запровадження гнучкого курсоутворення.

Існує пряма залежність між обсягом грошової маси та рівнем інфляції, проте вона більшою мірою проявляється у довгостроковому періоді. Динаміка грошових агрегатів характеризується зростанням обсягу коштів у іноземній валюті, частка яких, починаючи з 2003 р., є найбільшою в загальній сумі грошової маси. Такий стан спричинює зростання валютного ризику в умовах волатильності обмінного курсу гривні.



**Зовнішній сектор економіки.** Зміни макроекономічних показників знаходять своє інтегральне відображення через торговельний баланс. В останні роки (2006–2007 р.) випереджаюче зростає імпортна складова у порівнянні з експортом. Зокрема, імпорт товарів і послуг по відношенню до ВВП у 2007 р. становив 50,9%, проти 45,3% експорту (табл. 4.7).

Таблиця 4.7

**Динаміка торговельного балансу України за 2000–2007 рр., %\***

Показник	Роки							
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Сальдо поточного рахунку до ВВП**	3,9	3,7	7,5	5,8	10,6	2,9	-1,5	-4,2
Експорт товарів і послуг до ВВП**	62,4	55,4	55,1	57,8	63,6	51,4	47,2	45,3
Темпи зростання/зниження експорту товарів у % до попереднього року **	117,9	109,5	110,7	124,0	142,6	107,5	113,2	127,4
Імпорт товарів та послуг до ВВП**	57,4	53,8	50,7	55,2	56,0	50,6	50,1	50,9
Темпи зростання/зниження імпорту товарів у % до попереднього року **	117,8	114,1	105,0	128,7	131,3	120,4	122,0	134,8
Продовольчі товари та сировина для їх виробництва до загального обсягу експорту	8,9	10,7	12,8	11,5	10,4	12,3	12,1	12,5
Чорні та кольорові метали та вироби з них до загального обсягу експорту	41,9	39,3	38,2	35,8	39,0	40,1	42,2	41,7
Машини, устаткування, транспортні засоби, прилади до загального обсягу експорту	12,0	13,7	14,1	15,3	16,9	13,2	14,3	17,0
Мінеральні продукти до загального обсягу імпорту	43,0	39,0	38,6	33,4	33,8	29,0	26,3	25,3

Джерело:

\*Платіжний баланс України за 2002–2005 рр.; Платіжний баланс і зовнішній борг України за 2006–2007 рр.

\*\*Річний звіт НБУ за 2007 рік (с. 191).

Значна залежність експорту, а відповідно й обсягу ВВП від умов торгівлі на світовому ринку чорних і кольорових металів, частка яких найбільша в структурі експорту, певною мірою впливає на сальдо поточного рахунку. Однією із причин його зниження у 2005 р. та отримання від'ємного значення у 2006 р. є погіршення умов торгівлі на світовому ринку традиційних товарів експорту, зокрема чорних металів. Крім того, значне

зростання цін на імпортовані енергоресурси є одним з основних факторів гальмування економічного розвитку. Слід зазначити, що частка мінеральних ресурсів є найвагомішою у товарній структурі імпорту.

Визначені фактори свідчать про підвищення ризику негативного руху капіталу, особливо після вступу України до СОТ. Таким чином ефективною передумовою зміни валютного режиму має бути становлення конкурентоспроможних вітчизняних підприємств, які вироблятимуть якісну продукцію, що користується попитом на світових ринках.

За останні роки значно зріс обсяг валового зовнішнього боргу, особливо у 2007 р., частка якого у ВВП підвищилася на 9,3% порівняно з минулим роком. Це найбільше зростання зовнішнього боргу за досліджуваній період, що певною мірою обумовлено суттєвим збільшенням зовнішніх зобов'язань банківського сектору. Крім того, починаючи з 2005 р., нарощенням валової зовнішньої заборгованості (табл. 4.8) значно перевищує темпи приросту експорту товарів (табл. 4.7). Виявлена диспропорція свідчить про підвищення ризику обслуговування зовнішнього боргу за рахунок скорочення капіталовкладень всередині країни, що в подальшому позначиться на зниженні темпів економічного розвитку. Продовження міжнародної фінансової кризи може призвести до переоцінки ризиків зовнішніх кредиторів, що спричинить відтік капіталу та призведе до необхідності проведення інтервенцій Національним банком з метою уникнення девальвації гривні. Подібна ситуація відбулася у Казахстані в 2007 р., унаслідок якої резерви центрального банку скоротилися на чверть через намагання стримати знецінення тенге. Досвід Угорщини, особливістю якого є зростання зовнішньої заборгованості, зумовлює необхідність мінімізації дефіциту державного бюджету та зовнішньої заборгованості на етапі підготовки до запровадження гнучкого курсоутворення гривні.

Скорочення зовнішніх запозичень банківської системи відповідно призведе до зменшення обсягу кредитування, суттєве підвищення якого в банківському секторі спрямоване на кредитування домогосподарств, зокрема значення цього показника за досліджуваній період зросло майже в 147 раз ([17, с. 108]). Це супроводжується значним ризиком втрати фінансової стабільності банківської системи й загрожує уповільненням темпів економічного розвитку країни. Зростання ймовірності настання економічних криз до 66,8% для країн із низьким рівнем доходів при збільшенні обсягу зовнішньої заборгованості понад 49,7% ВВП підтверджують й експерти МВФ [19]. Таким чином, для зниження ризику настання можливих фінансових криз доцільно зменшити рівень зовнішньої заборгованості до 35% ВВП [19].

Таблиця 4.8

Динаміка основних макроекономічних показників України за 2000–2007 рр.<sup>1</sup>

Показник	Рік							
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Валовий внутрішній продукт, млн. грн.	170070	204190	225810	267344	345113	441452	544153	712945
Темпи зростання (зниження) ВВП до попереднього року у порівняльних цінах, %	105,9	109,2	105,2	109,6	112,1	102,7	107,3	107,6
Обсяг валового зовнішнього боргу, млн. дол. США	19100	20400	21645	23811	30647	39619	54512	84520
Обсяг валового зовнішнього боргу у % до ВВП	61,1	53,6	51,1	47,5	47,2	45,9	50,6	59,9
Темпи зростання (зниження) валового зовнішнього боргу, % <sup>2</sup>	93,17	106,81	106,10	110,01	128,71	129,26	137,02	–
Дефіцит (профіцит) зведеного бюджету, млрд. грн. <sup>3</sup>	1,0	–0,6	1,6	–0,5	–11,0	–7,8	–3,7	–7,7
Дефіцит зведеного бюджету у % до ВВП	0,6	–0,3	0,7	–0,2	–3,2	–1,8	–0,7	–1,1
Міжнародні резерви НБУ, млн. дол. США	–	–	4417	6937	9889	19395	22256	32500
Міжнародні резерви в місяцях імпорту	0,9	1,7	1,9	2,3	2,6	4,4	3,7	4,1
Рівень безробіття населення працездатного віку, %	12,4	11,7	10,3	9,7	9,2	7,8	7,4	6,9

Примітка:

1. Річний звіт НБУ за 2007 р.
2. Розраховано за даними: Річний звіт НБУ за 2007 рік.
3. Джерело: [130].

Високий рівень залежності країни від зовнішнього енергопостачання також породжує необхідність зниження ризику негативного впливу на економіку, пов'язаного із зростанням вартості ресурсів через диверсифікацію джерел постачання, впровадження енергозберігаючих технологій та пошуку альтернатив. Нині виявляється чітка тенденція до підвищення рівня цін на зовнішні енергоресурси, які за прогнозами фахівців у найближчі 3–5 років досягнуть світового рівня [32]. Це вимагає прискорення темпів впровадження необхідних заходів, оскільки 60% у ціноутворенні України

залежить від вартості енергоресурсів [32]. Такі перспективи є негативним фактором через підвищення цін на товари та послуги, собівартість яких залежить від визначеної складової, що має значний ризик в умовах гнучкого курсоутворення.

На зміну валютних курсів певною мірою також впливають *спекулятивні операції*, пов'язані з реалізацією нестійкої валюти, які ще більше ослаблюють її. Економічна та політична ситуація в країні й перспективи її подальшого розвитку формують відношення світового та внутрішнього ринку до відповідної валюти, індикатором чого є еластичність попиту та поширення застосування валюти при міжнародних розрахунках. Таким чином спекуляція та паніка, як суб'єктивна реакція агентів ринку [229], безпосередньо впливають на динаміку валютного курсу, що зумовлює необхідність запровадження режиму гнучкого курсоутворення в стабільних умовах.

Стримуючим фактором кризових явищ при гнучкому курсоутворенні є формування достатнього обсягу *золотовалютних резервів*, який надає можливість державного втручання у разі наявності негативних тенденцій зміни обмінного курсу гривні, а також є індикатором платоспроможності для зовнішніх позичальників. Так, за результатами проведених досліджень країни з більшим обсягом сформованих резервів зазнають значно меншого знецінення національної валюти, що пов'язано з коливанням курсу [1]. Наприклад, надмірне надходження іноземного капіталу до країни в 1995 р. змусувало Центральний банк Чехії скуповувати валюту з подальшим проведенням стерилізаційних заходів. Загалом за період з 1994 р. до 1995 р. обсяг резервів збільшився понад 2 рази. Ситуація, що склалася, спричинила необхідність переходу до режиму регульованого плавання валютного курсу (з грудня 1997 р.), який супроводжувався таргетуванням інфляції.

Проте із зростанням гнучкості формування завищеного рівня резервів є недоцільним, оскільки центральний банк поступово усувається від можливості проведення інтервенцій. За умов наявності достатнього чи оптимального, з точки зору забезпечення імпортних контрактів, рівня золотовалютних резервів країни, їх ріст не є пріоритетним [56].

У період переходу до плаваючого валютного режиму Польща поступово знижувала вимоги щодо резервування за кожним типом зобов'язань, що зумовило зменшення обсягів резервів. Так, за досліджуваний період функціонування зазначеного режиму курсоутворення в країні (з 2000 до 2004 р.), обсяг резервів скоротився майже в 1,2 раза по відношенню до ВВП.

Ураховуючи те, що на кінець 2007 р. обсяг резервів України покривав 4,1 місяця імпорту (табл. 3), можливо вважати його достатнім для утримання курсу в межах визначеного в подальшому валютного коридору при запровадженні гнучкого валютного курсу. Однак, враховуючи стрімке зростання рівня зовнішніх запозичень, а відповідно й підвищення ризику їх неповернення, доцільно продовжувати нарощення рівня золотовалют-

них резервів для забезпечення майбутніх платежів. Проте, з огляду на значне уповільнення темпів економічного зростання США, наявні економічні кризи та прогнозування продовження тенденції знецінення долара, варто здійснювати диверсифікацію міжнародних валютних резервів.

**Державний сектор економіки.** Ефективність та обґрунтованість бюджетної політики визначається принципами формування державного бюджету, зокрема покриття дефіциту за рахунок запозичень призводить до незабезпеченого збільшення грошової маси. Дефіцит бюджету, що супроводжується зростанням обсягу валового зовнішнього боргу, покладає необхідність розрахунку за ним на майбутні покоління. Крім того, за проведеними дослідженнями, нарощення дефіциту бюджету призводить до підвищення рівня інфляції на 0,25% через 6 місяців [103, с. 21]. Тобто, боргове фінансування необхідно спрямовувати на створення умов для розвитку економіки через підвищення конкурентоспроможності товаровиробників [51, с. 5].

Негативним фактором для економічного розвитку країни також є значна соціальна спрямованість державного бюджету, що не відповідає темпам економічного розвитку. Це призводить до зростання рівня інфляції, через неможливість задоволення потреб вітчизняними підприємствами. Підвищення платоспроможного попиту за таких умов стимулює нарощення імпорту, стримуючи розвиток вітчизняних підприємств. З іншого боку, зростання доходів населення сприяє збільшенню обсягу заощаджень, які доцільно спрямовувати в інвестиційну діяльність.

**Реальний сектор економіки.** Економічний розвиток країни характеризується динамікою приросту валового внутрішнього продукту. Темпи нарощення ВВП найнижчими за досліджуваний період були в 2005 р., тоді як найвищими – у 2004 р. (табл. 3). Крім того, темпи приросту ВВП у 2006–2007 рр. були нижчими, ніж у 2003–2004 рр. і навіть 2001 р. Однією з основних причин виявленої тенденції є уповільнення темпів зростання реальних інвестицій в основний капітал [51, с. 5]. До негативних факторів слід також віднести підвищення цін на енергоресурси, політичну невизначеність, висхідний рівень інфляції, низьку продуктивність праці тощо. За результатами дослідження Інституту економічних досліджень та політичних консультацій у 2008 р. продовжується тенденція сповільнення зростання реального ВВП, темпи приросту якого становитимуть близько 6,1%.

Таким чином запровадженню гнучкого валютного курсу в Україні має передувати прийняття та погодження концепції розвитку валютного режиму на всіх рівнях, що усуне незадоволення суспільства, підвищить його довіру до валютної політики Національного банку та знизить ризик можливого уповільнення економічного розвитку країни.

Крім того, необхідно вжити заходи щодо усунення негативної динаміки макроекономічних показників. Зокрема, доцільно знизити рівень інфляції до рівня, який би сприяв стимулюванню виробництва та економічному роз-

витку; створити необхідні умови розвитку підприємницької та інвестиційної діяльності; забезпечити стабільне зростання ВВП (приріст якого у 6,5–7% на рік позитивно позначиться на формуванні необхідних макроекономічних умов для розвитку товаровиробників [5, с. 5]), що вплине на нарощення експорту, обґрунтоване зростання оплати праці та підвищення доходів населення, здійснення переходу від екстенсивного до інтенсивного розвитку економіки. Запропоновані заходи сприятимуть посиленню впевненості населення та інвесторів до впроваджуваної валютної політики, зниженню інфляційних очікувань і, як наслідок, рівня доларизації.

Наявність від'ємного сальдо поточного рахунка за гнучкого режиму курсоутворення призводить до знецінення національної валюти через зниження валютних надходжень в країну та зростання попиту на іноземну валюту. Натомість позитивне сальдо, яке супроводжується збільшенням валютних надходжень, формує тиск на валюту в бік ревальвації. Для України, яка залишається здебільшого експортером сировини, в умовах погіршення кон'юнктури цін на світових ринках, що спостерігається останнім часом, перехід до гнучкого курсоутворення також може призвести до девальвації гривні. Важливим фактором нарощення чистого експорту, а відповідно й сприятливої динаміки валютного курсу, також є якість товарів, їх ціна, динаміка доходів іноземних покупців тощо. Таким чином, крім нарощення експорту, необхідно певним чином покращувати структуру імпорту через збільшення обсягу ввезення високотехнологічної продукції.

Отже, для забезпечення мінімізації настання певних економічних шоків більшу гнучкість гривні доцільно впроваджувати в умовах позитивної тенденції зростання чистого експорту з поліпшеною його структурою, що може бути забезпечене виробництвом якісної та конкурентоспроможної продукції. Для оновлення технологічного й технічного оснащення вітчизняних товаровиробників, що також сприятиме досягненню поставленої мети, доцільно збільшувати обсяг інвестицій в основний капітал.

Крім того, вагоме значення має становлення конкурентоспроможних підприємств агропромислового комплексу, як галузі, що забезпечує продовольчу безпеку країни. Також на підготовчому етапі необхідно провести реформу житлово-комунального господарства, яка позначиться на встановленні передбачуваних прозорих цін, розмір буде відповідати обґрунтованим розрахункам.

Передумовою запровадження гнучкого курсоутворення гривні має бути впровадження заходів щодо зниження тиску короткострокового спекулятивного капіталу на обмінний курс гривні. Це пов'язано з тим, що в умовах значного припливу іноземного капіталу низький рівень розвитку фондового ринку, суттєвий обсяг інтервенцій, які змушені проводити Національний банк, негативно впливатимуть на посилення інфляційних процесів у країні. Проте зміну валютного режиму доцільно все-таки проводи-

ти в умовах наявного тиску на обмінний курс гривні в бік ревальвації, яка б не обмежувала конкурентноздатність вітчизняних виробників, що нині залежить більшою мірою від динаміки валютного курсу, як визначального фактору для підприємств через низький рівень впровадження інноваційних технологій тощо.

Економічний розвиток України пов'язаний із кон'юктурою світових ринків, динамікою обмінного курсу валюти, до якої прив'язана гривня, руху капіталу тощо. Погіршення відповідних умов позначиться на темпах економічного зростання. Тому, з метою мінімізації валютних ризиків при подальшій девальвації долара США, до якого здійснюється прив'язка національної валюти, а також з огляду на вагому частку товарообороту України з країнами Європи (30,7% експорту та 38,1% імпорту у 2007 р. [143, с. 32]) доцільно змінити об'єкт прив'язки на кошик валют (долар США, євро).

Однак, враховуючи, що в доларах США вимірюється більша частина зовнішньої заборгованості (79,4% у загальній валютній структурі у 2007 р.), надходжень (74,5% у загальному обсязі) та виплат (69,6%) за товари та послуги, натомість як у євро відповідно 11,2%, 9,8 та 21,2%, а також тенденцію до укріплення євро відносно гривні, що спостерігається останнім часом (це сприяє розвитку експорту в країні єврозони), кошик валют доцільно формувати у співвідношенні долара до євро 80:20%.

Зазначені зміни в режимі валютного курсоутворення гривні варто здійснювати після стабілізації макроекономічних показників і зниження зовнішньої заборгованості. Крім того, в нинішніх умовах девальвація долара на світових валютних ринках, а відповідно і номінальна девальвація гривні до євро й інших валют за існування від'ємного сальдо поточного рахунку та зниження темпів економічного розвитку країни, надає цінні переваги експортерам, що певною мірою стримує негативну динаміку погіршення сальдо поточного рахунку.

Важливе значення в умовах гнучкого курсоутворення має стан розвитку ринків хеджування валютних ризиків, які притаманні практично всім валютним режимам. Нині, за фіксації обмінного курсу гривні, певним чином знижується необхідність розвитку інструментів хеджування, проте їх значення посилюється при зміні режиму курсоутворення. Це зумовлює необхідність створення інформаційних систем для спостереження за джерелами ризику, розроблення методів прогнозування зміни ризику [65] та планування заходів його своєчасної мінімізації. Також варто розвивати й інші сегменти фінансового ринку, зокрема: страхові й інвестиційні фонди, іпотечні компанії.

Не можна не врахувати й політичні фактори, особливо в умовах сьогодні, що викликає необхідність забезпечення політичної стабільності, злагожденості та прогнозованості дій уряду з питань напрямів розвитку країни та впровадження необхідних для цього заходів. У нинішній ситуації,

яка склалася в країні, зокрема постійна зміна уряду, виборчі процеси, невизначеність і, як наслідок, неможливість спрогнозувати подальші кроки щодо напрямів та пріоритетів розвитку, інвестори обережно ставляться до національного ринку, що проявляється у відсутності значних капіталовкладень навіть за привабливої ринкової кон'юнктури. За таких умов стабілізація політичної ситуації набуває особового значення.

Отже, надання більшої гнучкості гривні за існування нестабільної економічної ситуації, що проявляється у негативній динаміці макроекономічних показників, зумовлює доцільність здійснення поступового переходу на новий режим курсоутворення з формуванням ефективних економічних і технічних передумов.

Зокрема, відносно групи економічних показників мінімізацію валютного ризику можливо забезпечити через досягнення таких складових:

- низький та передбачуваний рівень інфляції протягом тривалого періоду з урахуванням потреб товаровиробників;
- відповідність прогнозованого рівня інфляційних очікувань та його фактичних результатів;
- нарощення виробництва якісної та конкурентоспроможної продукції, яка користується попитом на світовому ринку;
- поліпшення структури експорту та імпорту, стабільна динаміка зростання чистого експорту;
- розширення міжнародних зв'язків і ринків збуту;
- підвищення рівня продуктивності праці;
- зниження рівня доларизації через укріплення довіри суб'єктів господарювання та населення до національної валюти;
- утримання відносно низького рівня дефіциту бюджету;
- продовження динаміки зниження рівня безробіття;
- зниження обсягу зовнішньої заборгованості;
- диверсифікація джерел енергопостачання та запровадження енергозберігаючих й альтернативних енерготехнологій;
- нарощення інвестицій в основний капітал;
- забезпечення зростання рівня доходів населення.

Подальшим кроком має бути проведення ефективних економічних реформ, успішність яких пов'язана з відповідністю темпів економічного розвитку та нововведень податково-бюджетної сфери із змінами валютно-курсової політики, результатами яких має бути становлення конкурентоспроможних вітчизняних підприємств у різних галузях економіки, забезпечення покращення макроекономічних показників, сприяння мінімізації валютних ризиків. Сталого розвитку повинні набути фінансові ринки, для застосування непрямих інструментів впливу на рівень відсоткових ставок Національним банком.



До технічних передумов ефективної зміни режиму курсоутворення в Україні належать:

- проведення комунікаційної політики, яка полягає, зокрема, в інформуванні населення щодо напрямів та цілей монетарної політики. Такий підхід сприятиме підвищенню довіри населення до політики Національного банку, зниженню інфляційних очікувань та рівня доларизації;
- здійснення прив'язки до кошика валют (долар, євро);
- розвиток ринку хеджування валютних ризиків;
- розвиток фондового ринку;
- зниження тиску короткострокового спекулятивного капіталу на обмінний курс гривні, проте зміну режиму курсоутворення варто здійснювати за наявності ревальваційної динаміки;
- спрямування бюджетної політики, що провадиться Урядом, з одного боку, на збільшення соціального забезпечення населення, а з іншого – на стимулювання виробництва;
- зниження дефіциту бюджету та утримання його на низькому рівні;
- стабільна політична ситуація;
- розвиток фінансових ринків, що сприятиме поступовій контролюваності інфляційних процесів і надасть можливість визначати динаміку економічного зростання на перспективу;
- відсутність передумов до підвищення відсоткових ставок на міжнародному ринку, що запобігатиме відтоку капіталу з країни;
- зняття вимоги щодо необхідності здійснення відрахувань до пенсійного фонду з операцій купівлі-продажу безготівкової валюти.

Отже, ефективний перехід до гнучкого режиму курсоутворення можливо забезпечити проведенням комплексу заходів у всіх сферах економіки, що позитивно позначиться на зниженні валютного ризику й убереже від втрати економічної стабільності.

#### **4.5. Проблемні питання визначення ефективності грошово-кредитної політики**

Грошово-кредитна політика як складова частина економічної політики держави сприяє досягненню прогнозованих соціально-економічних показників шляхом реалізації монетарних цілей і завдань інструментами грошово-кредитного і валютного регулювання. З огляду на важливу роль, яку відіграє монетарна політика центрального банку в загальнодержавній політиці, особливої актуальності набуває питання визначення її ефективності. Розв'язання цього питання потребує насамперед з'ясування економічної сутності категорій «грошово-кредитна політика» та «ефективність грошово-кредитної політики», а також визначення критеріїв та оціночних показників, які б об'єктивно відображали ступінь ефективності проведення монетарної політики в Україні.

Відповідно до Закону України «Про Національний банк України» грошово-кредитна політика визначається як сукупність заходів у сфері грошового обігу та кредиту, направлених на регулювання економічного зростання, стримування інфляції та забезпечення стабільності грошової одиниці України, забезпечення зайнятості населення та вирівнювання платіжного балансу [171]. У наведеному трактуванні сутності грошово-кредитної політики широко окреслюється її спрямованість без зазначення головної цілі, що утруднює вибір основних критеріїв і показників оцінки її ефективності.

У цілому категорія «ефективність» характеризує дієвість, економічну результативність, успішність і корисний результат від досягнення поставленої мети. На мікрорівні ефективність кількісно визначається як співвідношення доходів і витрат, пов'язаних із здійсненням певного виду діяльності [48]. Загальна ефективність оцінюється з точки зору того, яким чином одержані результати співвідносяться з поставленими цілями [25].

Щодо ефективності грошово-кредитної політики, то це питання, незважаючи на його актуальність, залишається малодослідженим, а серед існуючих підходів щодо аналізу ефективності монетарної політики немає єдиного розуміння критеріїв і показників, що її характеризують. Зокрема, за одним із підходів ефективність грошово-кредитної політики пропонується оцінювати за результатом, який визначається збалансованістю попиту і пропозиції грошей як головної умови зміцнення національної валюти [227, с. 17]. Серед фінансистів-практиків зустрічається таке розуміння ефективності монетарної політики, результатом реалізації якої є відсутність в економіці бумів і спадів, наявність стабільного розвитку і передбачуваної ситуації на грошових ринках [144]. За іншим, більш поширеним підходом, ефективність грошово-кредитної політики характеризується відповідністю одержаних результатів поставленим цілям [226, с. 403].

Щодо цілей грошово-кредитної політики в Україні, то відповідно до основної функції Національного банку України, прописаній в Конституції України та в Законі України «Про Національний банк України» нею є *стабільність грошової одиниці* [72; 171]. Проте в чинному законодавстві не визначено ні сутності категорії «стабільність грошової одиниці», ні її кількісних цільових параметрів чи критеріїв, за якими можна аналізувати її досягнення. Це не лише утруднює визначення ефективності грошово-кредитної політики, але й робить не прозорою ціль монетарної політика через її незрозумілість для суб'єктів економіки, яка є основою довіри до дій та політики центрального банку.

В Основних засадах грошово-кредитної політики щороку визначаються кількісні змінні індикатори фінансової сфери (прогнозні показники монетарної сфери) спрямовані на здійснення за допомогою інструментів грошово-кредитної політики регулювання грошового обігу та кредитуван-

ня економіки з метою забезпечення стабільності грошової одиниці як основної цілі грошово-кредитної політики Національного банку України.

Такими змінними індикаторами фінансової сфери протягом 2003–2006 рр. були індекс споживчих цін, монетарна база, грошова маса та обмінний курс гривні до долара США. Із 2007 р. з переліку прогнозних показників фінансової сфери вилучено монетарну базу. Крім цього, в Основних засадах зазначено, що зростання грошової маси не має статусу монетарної цілі і відхилення від неї не вимагає автоматичного коригування грошово-кредитної політики, а є лише приводом для детальнішого аналізу [123–124]. Тобто основними прогнозними показниками монетарної сфери на сьогодні є обмінний курс та індекс споживчих цін.

Проведений аналіз рівня виконання змінних індикаторів фінансової сфери, визначених Основними засадами грошово-кредитної політики у 2003–2007 рр., показав, що протягом досліджуваного періоду жодного разу фактичні їх значення не відповідали плановим одночасно за всіма показниками, а найбільше невиконання спостерігалось у темпів зростання грошової маси і грошової бази (табл. 4.9).

Так, показники темпів зростання грошової маси і бази перевищували їх прогнозні значення, передбачені Основними засадами грошово-кредитної політики у 2003 р. відповідно на 10 і 20%, у 2005 р. – на 28 і 21%. У 2006 році показник монетарної бази знаходився в межах прогнозованого значення, а монетарна маса зросла на 3% або на 20,3 млрд. грн. більше її максимального прогнозованого значення. У 2007 році показник грошової бази серед прогнозних показників монетарної сфери не визначався, а його фактичне значення зросло на 46% порівняно з 2006 роком. Грошова маса збільшилася у 2007 році на 52% проти попереднього року, що на 19% перевищило прогнозований показник, визначений в Основних засадах грошово-кредитної політики на 2007 рік.

За досліджуваний період прогнозований показник обмінного курсу показав стійку тенденцію до ревальвації, причому більшими темпами, ніж це передбачалось прогнозними значеннями цього індикатора монетарної політики на відповідний рік. Про це свідчать показники фактичного обмінного курсу національної валюти до долара США, який був нижчим за прогнозований у 2003–2005 рр. відповідно, на 0,15, 0,06 і 0,14 коп. Протягом 2006–2007 рр. обмінний курс гривні щодо долара США підтримувався на стабільному рівні 5,05 грн. за дол. США в межах визначеного коридору валютного курсу, який у 2006 р. становив 5,0–5,2, а у 2007 – 4,95–5,25 грн. за дол. США.

Таблиця 4.9

**Динаміка виконання прогнозних показників монетарної сфери, передбачених Основними засадами грошово-кредитної політики у 2003-2007 рр.**

Прогнозні показники монетарної сфери	2003			2004			2005			2006			2007		
	план	факт	виконання	план	факт	виконання	план	факт	виконання	план	факт	виконання	план	факт	виконання
Індекс споживчих цін (грудень до грудня), %	106-107	108,2	1,2	105,8-106,3	112,3	6,0	106-107	110,3	3,3	108,5-109,5	111,6	2,1	107,5	116,6	9,1
Монетарна база, млрд. грн.	35,6-37,7	40,1	2,4	53,6-57,8	53,8	+	72,6-78,8	82,8	4,0	90,5-97,6	97,2	+	-	141,9	-
Монетарна база, темпи зростання до попереднього року, %	117-120	130	10	126-132	134	2	120-126	154	28	122-127	118	-4	-	146	-
Грошова маса, млрд. грн.	72,4-78,7	95,0	16,3	121,9-132,8	125,8	+	186,1-201,0	194,0	+	223,7-240,8	261,1	20,3	334,2-347,3	396,2	48,9
Грошова маса, темпи зростання до попереднього року, %	122-127	147	20	132-139	132	+	128-133	154	21	127-132	135	3	128-133	152	19,0
Середній за період обмінний курс, грн. за дол. США	5,48	5,33	-0,15	5,38-5,42	5,32	-0,06	5,27-5,31	5,13	-0,14	5,0-5,2	5,05	+	4,95-5,25	5,05	+

Джерело: [119-122; 17; власні розрахунки].

Примітка: «+» – фактичне значення показника знаходиться в межах, передбачених в Основних засадах грошово-кредитної політики.

Як відомо, стабільність національної валюти має дві складові: зовнішню (курсову) та внутрішню (інфляційну). Щодо інфляційної складової стабільності гривні, то в кількісному вимірі показник індексу споживчих цін за 2003–2007 роки демонстрував тенденцію до зростання, темпами, що перевищували відповідно на 1,2, 6,0, 3,3, 2,1 та 9,1% прогнозований показник інфляції, передбачений Основними засадами грошово-кредитної політики.

Таким чином, як показала практика, одночасне виконання всіх прогнозованих індикаторів грошово-кредитної політики в Україні було неможливим. Це зумовлено тим, що зазначені показники виявилися несумісними через те, що їх одночасне досягнення вимагало застосування різноспрямованого інструментарію та заходів центрального банку для регулювання грошово-кредитного ринку. Зокрема, в умовах діючого в Україні валютного режиму, що базується на прив'язці курсу гривні до долара США, відкритості української економіки та значних надходжень іноземного капіталу, Національний банк для підтримки курсової стабільності змушений проводити валютні інтервенції з купівлі валюти, що позначається на зростанні грошової маси та перевищенні запланованого інфляційного показника. Ситуація ускладнюється і сучасними економічними умовами, які характеризуються значними зовнішніми ціновими шоками, структурними змінами в економіці, нерозвиненістю внутрішнього фінансового ринку та недостатньою узгодженістю монетарної та фіскальної політики. Останній чинник зумовив те, що інфляційні тенденції останніх років на 2/3 зумовлені немонетарними чинниками. Дія усіх зазначених чинників у сукупності зумовила дилему трьох цілей грошово-кредитної політики – монетарної, інфляційної та курсової.

Як правильно зазначають А. Гриценко та Т. Кричевська, змінні індикатори грошово-кредитної політики не можуть відігравати роль цілей грошово-кредитної політики, оскільки кожен із них для досягнення встановленого значення потребує відповідної до конкретних умов зміни інших, які відіграють у такому випадку роль інструмента досягнення мети [40]. Ураховуючи це прогнози показники монетарної сфери в сукупності не можуть бути показниками, за якими можна провести оцінку ефективності грошово-кредитної політики через неможливість їх одночасного виконання в умовах, що склалися в Україні. Розв'язання зазначеної проблеми потребує конкретизації в чинній законодавчій та нормативній базі цілі монетарної політики та кількісних показників, які б характеризували її досягнення.

Слід зазначити, що у вітчизняній нормативній базі з 2005 р. вже були зроблені перші кроки в цьому напрямі. Так, в Основних засадах грошово-кредитної політики на 2005 р. уперше були прописані положення, відповідно до яких «головним орієнтиром грошово-кредитної політики визначено індекс споживчих цін. Регулювання обмінного курсу спрямовується на підтримання цінової і фінансової стабільності. Показники монетарної бази і

грошової маси визначено проміжними орієнтирами, які використовуються для вирішення поточних завдань монетарного забезпечення макроекономічної рівноваги» [121; 122]. Крім того, в Основних засадах грошово-кредитної політики на 2006 р. показник індексу споживчих цін було визначено головним орієнтиром, що відображає рівень і тенденції стабільності грошової одиниці, а цінову стабільність – головним критерієм ефективності грошово-кредитної політики. Тоді як до 2005 року, відповідно до положень Основних засад грошово-кредитної політики на 2002–2004 рр., цільові фінансові індикатори грошово-кредитної політики були, де-юре, рівно пріоритетними. Тобто, у зазначеному нормативному документі не визначались основні та проміжні кількісні орієнтири грошово-кредитної політики.

Проте зазначені зміни щодо нормативного визначення індексу споживчих цін головним орієнтиром грошово-кредитної політики не було поширено на Основні засади грошово-кредитної політики на 2007–2008 рр. Обґрунтуванням цьому слугує той факт, що остаточному переходу до використання інфляційного орієнтира як головної цілі грошово-кредитної політики має передувати певний перехідний період, протягом якого Національний банк спрямовуватиме свої зусилля на підтримку як зовнішньої стабільності національної валюти через регулювання обмінного курсу, так і внутрішньої цінової стабільності. У цей період має бути створено низку макроекономічних, фінансових та інституційних умов, серед яких: макроекономічна та фінансова збалансованість, поступовий перехід до режиму вільного плавання обмінного курсу, достатній розвиток ринку цінних паперів, трансмісійних механізмів, комунікації центрального банку із суб'єктами господарювання і населенням [123; 124].

Проведене дослідження законодавчо визначених цілей центральних банків зарубіжних країн дозволило визначити, що цінова стабільність є основною ціллю в багатьох країнах, наприклад, в країнах, що запровадили режим таргетування інфляції (Великобританія, Швейцарія, Нова Зеландія, Ісландія, Польща, Чехія, Корея, Колумбія, Філіппіни, Швеція, Угорщина, Словаччина, Туреччина та ін.). Цінова стабільність визначена ціллю центрального банку і в законодавстві багатьох країн, що не здійснюють прямого таргетування інфляції, зокрема країн Євросони, Японії, Словенії, а також постсоціалістичних країн – Литви, Латвії, Естонії, Казахстані, Киргизії, Молдові (табл.4.10). Слід зазначити, що таке рішення центральних банків цих країн зумовлене усвідомленням того, що найбільший внесок монетарної політики у підтримання стійкого економічного зростання в довгостроковому періоді пов'язаний із підтриманням інфляції на низькому рівні та її передбачуваністю.

## Законодавче формулювання основної цілі центральних банків

Країна	Правовий акт	Цілі центрального банку
Велико-Британія	Закон «Про банк Англії», 1998 р.	Ч.2, ст. 11. У сфері монетарної політики цілями Банку Англії є: 1. Підтримка цінової стабільності; 2. Відповідно до першої цілі підтримка економічної політики уряду, включаючи його цілі щодо зростання і зайнятості
Нова Зеландія	Закон «Про Резервний банк Нової Зеландії», 1989 р.	Ст. 8. Первинною функцією банку є формування і проведення монетарної політики, спрямованої на досягнення і підтримку стабільності загального рівня цін
Ісландія	Закон «Про Центральний банк Ісландії»	Ст.3. Основною ціллю ЦБІ є підтримка цінової стабільності. За згодою з прем'єр-міністром Центральний банк може оголошувати кількісний таргет для інфляції
Мексика	Закон «Про банк Мексики», 1993 р.	Ст.2. Призначення банку Мексики є забезпечення економіки країни внутрішньою валютою. При виконанні цієї функції первинною ціллю є забезпечення купівельної спроможності грошової одиниці
Корея	Закон «Про банк Кореї», 1997 р.	Основною ціллю банку Кореї є підтримка цінової стабільності. Законом також передбачено, що банк Кореї встановлює щорічний інфляційний таргет
Колумбія	Конституція	Ціллю Банку Республіки є забезпечення цінової стабільності в координації із загальною макроекономічною політикою з метою стимулювання зростання обсягу виробництва та зайнятості
Філіппіни	Закон «Про центральний банк»	Ст. 3. Основною ціллю центрального банку є підтримка цінової стабільності, що сприяє збалансованому і стійкому зростанню економіки. Він також сприяє і підтримує грошову стабільність та конвертованість песо
Чилі	Закон «Про центральний банк Чилі».	Ст. 3. Ціллю банку є забезпечення стабільності грошової одиниці та нормального функціонування внутрішньої і зовнішньої платіжної системи. Повноваження банку відповідно до цієї цілі включає регулювання кількості грошей та кредиту в обігу, проведення кредитних та валютних операцій і випуск регуляторних актів з монетарних, кредитних, фінансових та валютних питань
Перу	Закон «Про Центральний резервний банк Перу»	Ст. 2. Ціллю банку є збереження грошової стабільності

Країна	Правовий акт	Цілі центрального банку
Норвегія	Закон «Про банк Норвегії», 1985 р. зі змінами	Ст. 1. Банк є виконавчим і дорадчим органом монетарної, кредитної та валютної політики. Він має випускати банкноти і монети, забезпечувати ефективну платіжну систему в середині країни та з іншими країнами, контролює стан грошового, кредитного і валютного ринку
Південно-Африканська Республіка	Закон «Про резервний банк Південної Африки», 1989 р.	Ст. 3. Пріоритетною ціллю Банку є захист валюти республіки в інтересах збалансованого та стійкого економічного зростання в республіці
Швеція	Закон «Про шведський Ріксбанк», 1988 р. зі змінами	Ст. 2. Ріксбанк відповідає за монетарну політику. Ціллю операцій Ріксбанку є підтримка цінової стабільності. Ріксбанк також сприяє безпеці та ефективності платіжної системи
Таїланд	Закон Про банк Таїланду	Ст. 5. Банк Таїланду утворено з метою управління випуском банкнот Міністерства фінансів. На офіційному веб-сайті сказано, що хоча закон не визначає експліцитної цілі монетарної політики, але на практиці Банк завжди вважав пріоритетною ціллю підтримку монетарної та фінансової стабільності, необхідної для досягнення стійкого економічного зростання в довгостроковому періоді
Угорщина	Закон «Про Національний банк Угорщини», 2001 р.	Ст. 3. Первинною ціллю Національного банку Угорщини є досягнення і підтримка цінової стабільності. Не перешкоджаючи первинній цілі національний банк Угорщини підтримує економічну політику Уряду, використовуючи інструменти монетарної політики, що перебувають в його розпорядженні
Словаччина	Закон «Про Національний банк Словаччини», 1992 р. зі змінами	Ст. 2. Первинною ціллю НБС є підтримка цінової стабільності
Польща	Закон «Про Національний банк Польщі», 1997 р.	Ст.3. Основною ціллю НБП є підтримка цінової стабільності; він підтримує економічну політику Уряду тією мірою за якої не обмежується досягнення основної цілі
Чехія	Закон «Про Чеський Національний банк», 1992 р. зі змінами	Ст.2. Первинною ціллю ЧНБ є підтримка цінової стабільності. Не перешкоджаючи первинній цілі, ЧНБ підтримує загальну економічну політику Уряду щодо стійкого економічного зростання



Країна	Правовий акт	Цілі центрального банку
Канада	Закон «Про банк Канади»	Центральний банк Канади створюється з метою грошового та кредитного регулювання в інтересах економічного життя народу, контролю та захисту зовнішньої вартості Національної грошової одиниці та пом'якшення впливу її коливань на загальний рівень виробництва, торгівлі, цін та зайнятості наскільки це можливо, виходячи з характеру монетарних дій, та в цілому сприяти економічному та фінансовому добробуту Канади
Швейцарія	Федеральний закон про Швейцарський Національний банк, 2003 р.	Ст. 5. Національний банк має забезпечувати цінову стабільність. Цим він робить свій внесок у розвиток економіки
Австралія	Закон «Про Резервний банк Австралії»	Розділ 10. Обов'язком Ради резервного банку в межах її повноважень є забезпечення спрямування монетарної і банківської політики банку на максимізацію інтересів народу Австралії, повноваження банку, надані цим та іншими законами використовуються таким чином, що, на думку ради банку, це найбільш сприяє: 1. Стабільності валюти Австралії; 2. Підтримці повної зайнятості в Австралії; 3. Економічному процвітання та добробуту народу Австралії
Країни Євросоюзу	Угода про Європейський Союз	Ст. 105. Первинною ціллю ЄЦБ є підтримка цінової стабільності. Без шкоди для цілей цінової стабільності ЄЦБ підтримуватиме загальну економічну політику Співтовариства з метою досягнення цілей Співтовариства
Туреччина	Закон «Про Центральний банк Республіки Туреччина»	Ст.4. Первинною ціллю банку є досягнення і підтримка цінової стабільності. Банк самостійно визначає свою монетарну політику й інструменти монетарної політики, що використовуються для досягнення і підтримки цінової стабільності. Не вступаючи в конфлікт із ціллю досягнення і підтримки цінової стабільності, банк підтримує політику уряду щодо зростання і зайнятості
Словенія	Закон «Про банк Словенії», 2002 р.	Ст.4. Первинною ціллю банку Словенії є підтримка цінової стабільності. Узгоджено з ціллю цінової стабільності Банк Словенії підтримує загальну економічну політику і прагне фінансової стабільності згідно з принципами відкритої ринкової економіки
Литва	Закон «Про банк Литви», 2001 р.	Ст.7. Первинною ціллю банку Литви є підтримка цінової стабільності. Банк Литви в межах своєї компетенції підтримує економічну політику Уряду Литви, якщо це не перешкоджає виконанню первинної цілі Банку Литви
Латвія	Закон «Про банк Латвії», 1992 р. зі змінами	Ст.3. Основною ціллю Банку Латвії є проведення монетарної політики шляхом контролю кількості грошей в обігу з метою підтримки цінової стабільності в державі

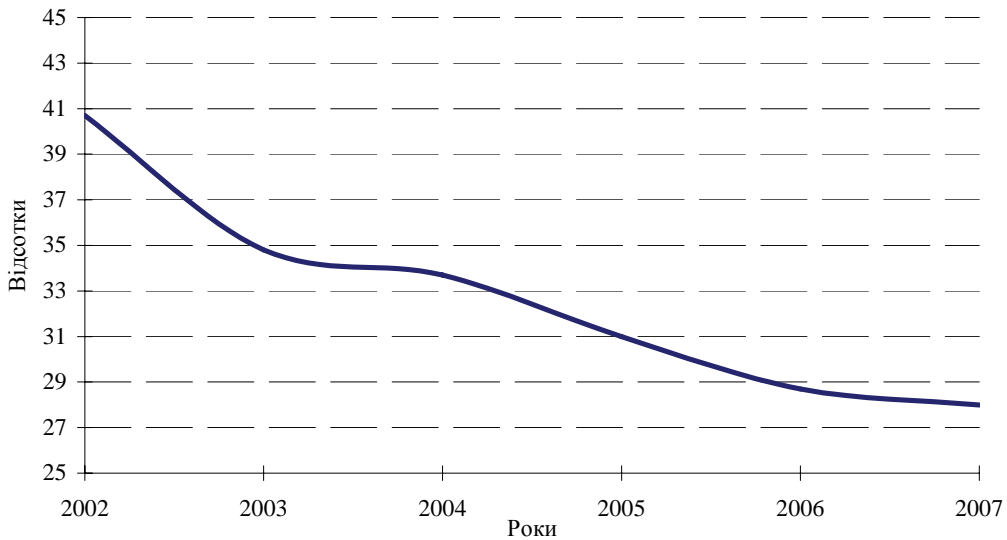
Країна	Правовий акт	Цілі центрального банку
Естонія	Закон «Про банк Естонії», 1993 р. зі змінами	Первинною ціллю Банку Естонії є забезпечення цінової стабільності. Банк Естонії регулює грошовий обіг як в Естонії, так і з іншими країнами з метою підтримки стабільності національної валюти
Казахстан	Закон «Про Національний банк Республіки Казахстан», 1995 р. зі змінами	Ст. 7. Основною ціллю Національного банку Казахстану є забезпечення стабільності цін в Республіці Казахстан

Джерело: [39].

Ураховуючи важливість для економічного розвитку України цінової стабільності, Національний банк України в реалізації грошово-кредитної політики, виходячи із середньострокової стратегії, орієнтується на необхідність поступового переходу до монетарного режиму, що ґрунтується на цінній стабільності [124]. Перехід до нового режиму потребує відповідних правових змін. Одними з таких змін має бути чітке визначення сутності грошово-кредитної політики, яка має бути спрямована на досягнення основної цілі – цінової стабільності, а також не перешкоджаючи їй – на підтримання загальноекономічної політики уряду. Таке визначення грошово-кредитної політики робить прозорими її цілі для суб'єктів ринку та зрозумілими критерії оцінки її ефективності, що є важливою передумовою довіри до політики центрального банку та зниження інфляційних очікувань.

#### **4.6. Готівковий обіг України: перспективи вдосконалення роботи з грошовими знаками національної валюти**

На сьогодні готівковий обіг в Україні займає важливе місце у фінансовій системі держави, проте він є найбільш капіталоемним і трудомістким видом банківської діяльності. Хоча частка готівки у загальному обсязі грошової маси постійно знижується, але це відбувається невисокими темпами. Так, у 2007 р. у порівнянні з 2003 р. питома вага готівки в загальному обсязі грошової маси зменшилася лише на 6,8 відсоткового пункту і на початок 2008 р. становила 28 (рис. 4.28). Для прикладу, в економічно розвинутих країнах цей показник у більшості випадків не перевищує 8%.



**Рис. 4.28.** Питома вага готівки у грошовій масі по Україні у 2002–2007 рр.

Це пояснюється рядом об'єктивних причин, серед яких найвагомішими можна вважати:

- високий рівень тіньової економіки і велика кількість неконтрольованих стихійних ринків, для яких власне і характерне здійснення розрахунків готівкою поза банківською системою;
- нерозвиненість фінансових ринків;
- недовіра населення до фінансової системи держави і, як наслідок, осідання значних обсягів грошових коштів на руках у населення, а не на банківських рахунках;
- надто високий податковий тиск на виробників;
- низька платіжна дисципліна суб'єктів господарювання;
- незначна частка безготівкових форм розрахунків за придбані товари і надані послуги, що призводить до зростання обсягів готівки, яка витрачається на такі цілі.

Одночасно із зниженням частки готівки в грошовому обігу, фактичні її обсяги стрімко зростають, особливо в останні роки. За період з 2000 р. по 2003 р. надходження і видачі готівки із кас банків збільшилися у 2,2 раза, а у 2007 р. порівняно з 2003 р. ці показники зросли у 4,1 раза і склали відповідно 754,5 та 790,7 млрд. гривень (рис. 4.29–4.32). Як і в попередні роки, найбільшими джерелами надходжень залишаються надходження торговельної виручки від продажу товарів, надходження на рахунки за вкладками фізичних осіб, від продажу іноземної валюти та від надання платних послуг.

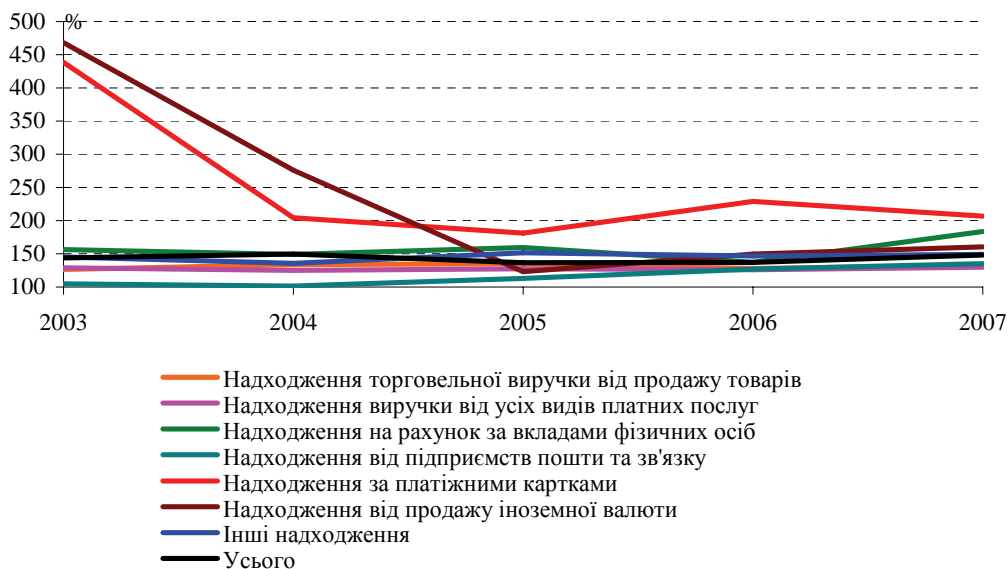


Рис. 4.29. Темпи росту надходжень готівки до кас банків у 2003–2007 рр.

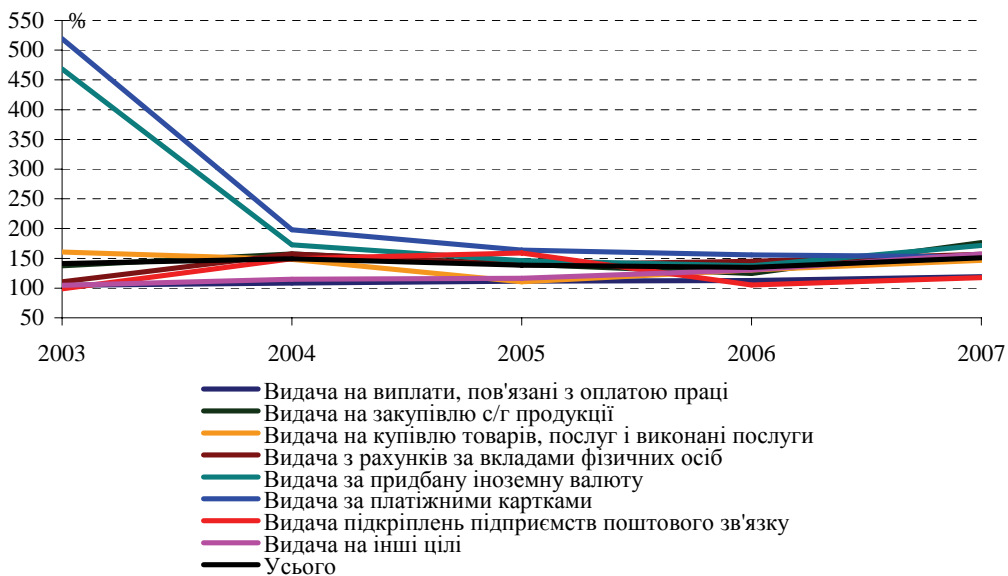


Рис. 4.30. Темпи росту видачі готівки з кас банків у 2003–2007 рр.

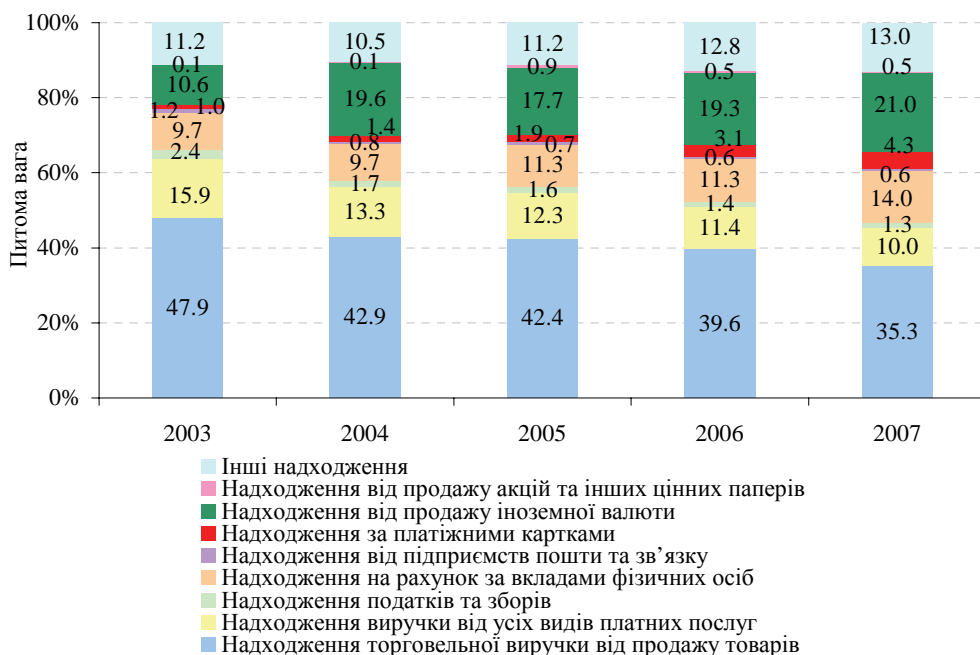


Рис. 4.31. Питома вага надходжень готівки до кас банків за статтями у 2003–2007 рр.

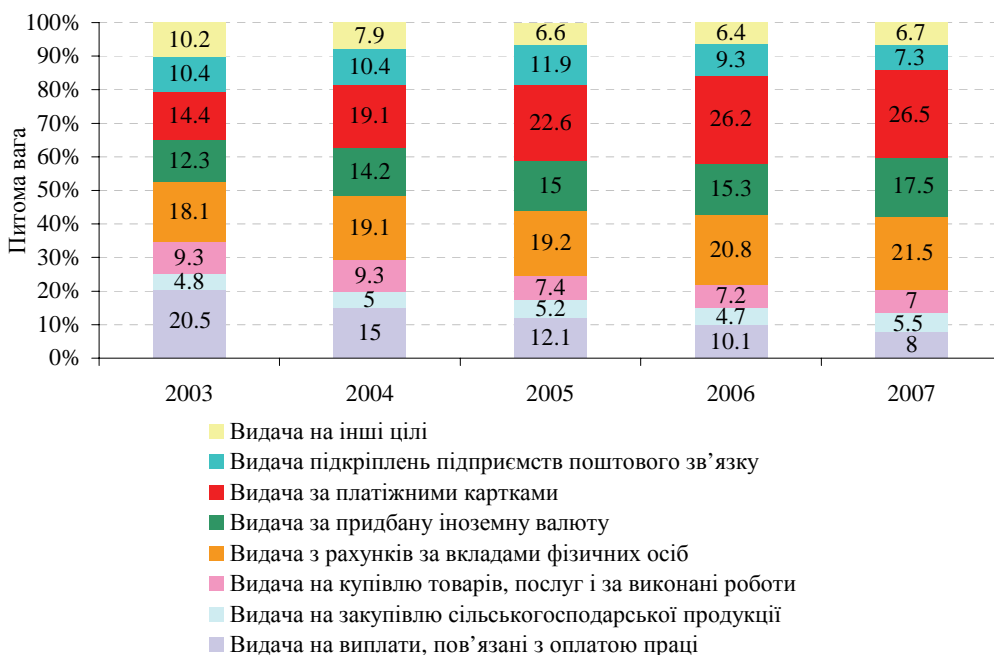
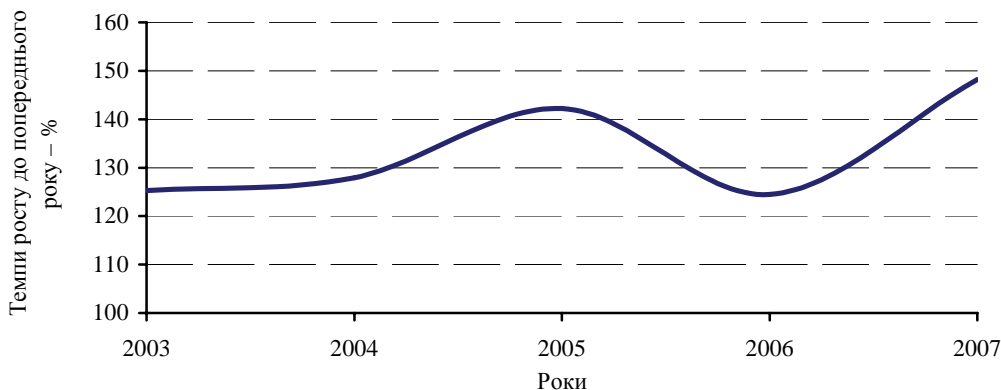


Рис. 4.32. Питома вага видачі готівки з кас банків за статтями у 2003–2007 рр.

Стосовно видачі готівки, то тут найбільш вагому частку становили видачі готівки за платіжними картками (26,5%), з рахунків за вкладками

фізичних осіб (21,5%), що обумовлено, в першу чергу, зростанням заробітної плати і пенсій та їх виплата через банківські рахунки.

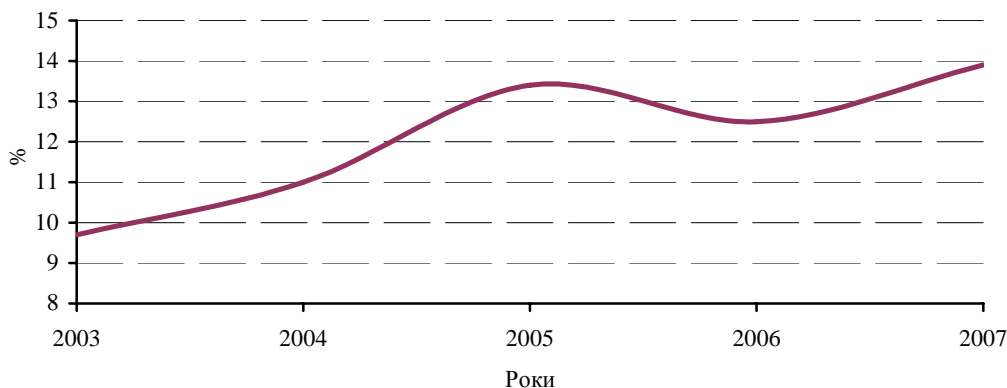
Високими темпами зростає кількість готівки, що знаходиться в позабанківській сфері. У 2007 р. поза касами банків залишилось 36,1 млрд. грн., що перевищило рівень 2006 р. майже у 2,5 раза, а всього на кінець року за межами банків знаходилося більше ніж 111,1 млрд. гривень (рис. 4.33).



**Рис. 4.33. Темпи зростання готівки поза банківською системою у 2003–2007 рр.**

Така картина в основному зумовлена тим, що в сучасних умовах питома вага готівки в структурі платіжних інструментів, які використовуються населенням під час розрахунків у сфері роздрібної торгівлі, навіть в економічно розвинених країнах, де електронні платежі існують протягом останніх десятиліть, достатньо велика: у США вона становить близько 75%, у країнах Європи – 76–86%, а в Японії – 90%. За оцінкою незалежних експертів у 2012 році готівка обслуговуватиме близько 2-х третин роздрібних платежів у світі.

Дуже повільною залишається динаміка зростання частки розрахунків за товари і надані послуги з використанням платіжних карток та інших платіжних документів (рис. 4.34).



**Рис. 4.34. Частка розрахунків за товари і надані послуги з використанням платіжних карток та інших платіжних документів у 2003–2007 рр.**

Розвиток застосування безготівкових форм розрахунків міг би у значній мірі сприяти скороченню обсягів готівки у позабанківському обігу. В Україні це немає суттєвого впливу на такі процеси, оскільки платіжні системи розвиваються шляхом запровадження «зарплатних проектів», за яким платіжні картки використовуються для одержання коштів з рахунків готівкою, а не як платіжний засіб. Унаслідок цього, попит на готівку зростає. У 2006 р. за допомогою платіжних карток було отримано 137,6 млрд. грн., тоді як у 2007р. – 209,7 млрд. грн. Обсяг безготівкових розрахунків за товари та послуги за допомогою платіжних карток становить лише 7,4 млрд. грн. (у 2006р. – 39,9 млрд. грн.), що у 46 разів менше, ніж сума виручки, що надійшла до кас банків готівкою (341,8 млрд. грн.).

Готівкова емісія в минулому році досягла 122,5 млрд. грн. Темп росту проти 2006 р. склав 149,1%. Найвищий рівень емісії традиційно спостерігається в таких індустріальних областях, як Донецька (50,4 млрд. грн.), Дніпропетровська (39,6 млрд. грн.) та Луганська (32,1 млрд. грн.). У значних обсягах вилучають готівку з обігу Київська область, включаючи м. Київ (27,8 млрд. грн. у 2007 році), Одеська (13,2 млрд. грн.), Харківська (10,1 млрд. грн.), Чернівецька (6,5 млрд. грн.) області та АР Крим (6,9 млрд. грн.). Це, в першу чергу, пояснюється більш високим рівнем розвитку торговельної мережі та мережі надання платних послуг, ступенем організації туристичної бази тощо у порівнянні з багатьма іншими регіонами України.

У зв'язку зі збільшенням готівки в обігу зростають також і її надходження до установ Національного банку, що призводить до відчутного зростання навантажень на касових працівників і працівників служби перевезень територіальних управлінь та Центрального сховища.

Протягом всіх років свого існування Національний банк стабільно забезпечує потреби економіки і населення у готівці, однак, ураховуючи тенденцію зростання готівкової маси і в подальшому, постає чимало проблем, невідкладне вирішення яких дозволить надійно виконувати свої функції і в перспективі.

Слід зазначити, що нині до кас установ Національного банку України надходить і обробляється не більше 12–13% готівки від її загальної кількості у банківській системі України, що призводить до втрати дієвого контролю за якістю грошових знаків. У той же час у більшості країн Європи, в тому числі Східної, а також в Росії центральними банками приймається і обробляється готівка на рівні 85–100 відсотків.

Висока якість оброблення готівки в таких економічно розвинутих країнах, як Бельгія, Німеччина, Італія, Росія, Франція та в деяких інших, досягається шляхом повної централізації оброблення готівки в установах центральних банків. Вся готівка, яку банки видають клієнтам, одержується тільки від центральних банків. До них же для оброблення транспортними

компаніями доставляється готівка, що вилучається з обігу. При такій організації процесу витрати на утримання системи несе центральний банк.

Дещо інакше побудована система оброблення готівки в Нідерландах. У цій країні процес оброблення готівки забезпечується створеними за участю кількох банків касових центрів з подальшою централізацією в центральному банку. Але при такій системі має місце дублювання в роботі, що може нести для центрального банку витратний характер.

Найбільш системним і економічним фахівцями вбачається досвід Австрії, де для забезпечення оброблення грошових знаків за участю незначної частки банків на комерційній основі створено централізовану комерційну структуру – Центр оброблення готівки, в якій більше 90% акцій належить Національному банку Австрії і обробляється до 85% готівки. Клієнти банків і банківські підрозділи здають готівку через транспортні компанії безпосередньо до Центру, завдяки чому, за рахунок скорочення кількості операторів грошового обігу, забезпечується значна економія коштів на оброблення готівки по банківській системі країни. Центр оброблення готівки видає клієнтам банків готівку і забезпечує нею банкомати по всій території держави, обслуговує великі торговельні мережі, інкасує автомати з продажу товарів, внаслідок чого банки майже повністю ліквідували касові підрозділи. Всі послуги надаються Центром на платній основі.

Однак, запровадження подібної комерційної структури в Україні на даному етапі не можна вважати за можливе і може розглядатися тільки на довгострокову перспективу.

Необхідність забезпечення своєчасного і якісного оброблення, транспортування, зберігання і обліку грошових знаків потребує невідкладного запровадження принципово нової ефективної системи роботи з банкнотами та монетами національної валюти на сучасному організаційному, технологічному і технічному рівнях. З цією метою постановою Правління Національного банку України від 21 січня 2004 р. № 18 було затверджено Програму вдосконалення організації готівкового обігу національної валюти України на 2004–2008 роки.

На виконання завдань Програми в територіальних управліннях і в Центральному сховищі працюють 38 автоматизованих систем оброблення банкнот, 13 з яких оснащено модулями знищення банкнот. Використання таких систем забезпечує автоматизоване перерахування банкнот, їх сортування на придатні та зношені, контроль справжності банкнот і виявлення фальшивих, пакування зношених банкнот та облік всіх операцій обробки. Ці машини здатні обробляти 1,75 млрд. банкнот на рік, але й обсяги надходжень до територіальних управлінь готівки у порівнянні з 2003 р. зросли майже втричі і в 2007 р. становили 1,95 млрд. банкнот, а за прогнозами розрахунками в 2012 р. до установ НБУ надійде приблизно 2,3 млрд.



банкнот, що вимагатиме введення в поточному році додатково 9 автоматизованих систем.

Однак, в територіальних управліннях все ще зберігається значною частка ручного оброблення банкнот, яка в минулому році становила 24%. Найвищою ця частка є в Дніпропетровській (82,9%), Вінницькій (51,7%), Житомирській (44,5%), Рівненській (50,9%), Луганській (36,2%) областях (табл. 4.11). У Полтавському територіальному управлінні автоматизовані системи взагалі не використовувалися.

Таблиця 4.11

**Дані щодо перерахування банкнот національної валюти територіальними управліннями Національного банку України на автоматизованих системах у 2003–2007 рр., %**

Територіальні управління	Роки				
	2003	2004	2005	2006	2007
АР Крим	83.0	83.1	89.3	80.5	76.2
Вінницьке	0	15.7	49.6	52.4	48.3
Волинське	0	0	14.9	84.9	91.7
Дніпропетровське	0	0	0	0	17.1
Донецьке	0	18.6	37.6	73.8	70.6
Житомирське	0	12.5	53.3	52.8	55.5
Закарпатське	0	0	10.4	67.0	68.8
Запорізьке	94.8	90.6	86.6	82.2	85.7
Івано-Франківське	0	0	0	0	71.7
Кіровоградське	0	0	12.8	89.2	89.1
Луганське	0	0	0	0	63.8
Львівське	77.1	89.0	82.0	69.3	70.7
Миколаївське	0	0	25.0	94.9	94.9
Одеське	78.7	73.5	77.2	96.7	95.1
Полтавське	0	0	0	0	0
Рівненське	0	21.5	51.5	52.1	49.1
Сумське	96.2	99.0	99.8	99.5	99.6
Тернопільське	0	0	0	0	71.3
Харківське	80.0	83.5	75.4	67.7	78.1
Херсонське	0	0	8.5	76.1	72.5
Хмельницьке	0	14.9	50.5	42.3	74.0
Черкаське	0	0	27.1	73.5	70.2
Чернівецьке	98.7	96.9	95.1	91.3	94.2
Чернігівське	0	0	0	0	52.7
м. Київ і Київська область	86.2	84.2	88.7	95.3	95.9
Усього	57.1	58.0	62.1	69.1	76.1

Не може не викликати стурбованості той факт, що за минулі роки технічна база територіальних управлінь і Центрального сховища застаріла морально та фізично, а в умовах постійного зростання готівкової маси вже не здатна забезпечити приймання та оброблення банкнот і монет відповідно до європейських стандартів. У Центральному сховищі та в територіальних управліннях відсутні автоматизовані сховища, рівень їх технічної і організаційної готовності не відповідає рівню технології оброблення грошових знаків на Банкнотно-монетному дворі. Усі вантажно-розвантажувальні роботи, а також інші операції, пов'язані з прийманням або здачею банкнот і монет здійснюються вручну, без застосування сучасних технологій обліку. Як і раніше, гроші приймаються пачками і пакетами з роликками. Як результат цього, час, що минає від початку приймання готівки в Центральному сховищі, здавання її територіальному управлінню та приймання від останнього зношених банкнот, становить від двох до трьох тижнів.

Не відповідають вимогам сучасності і транспортні засоби, які задіяні при перевезенні цінностей. Вони не пристосовані до контейнерної обробки вантажів. Загальна площа спеціалізованого вагону становить 73 кв. метри, із яких корисна – лише 8,8–12%.

Територіальні управління не адаптовані до механізованої обробки контейнерів із готівкою, у них відсутні пристосовані приміщення, засоби механізації, рампи, відповідні під'їзні путі, внаслідок чого спеціалізовані залізничні вагони у відрядженнях вимушені простоювати до 80% часу. При проведенні реконструкції будівель територіальних управлінь зазначені питання враховуються недостатньою мірою.

Прийнята Програма вдосконалення організації грошового обігу, внаслідок недостатнього фінансування, виконується не в значних обсягах. Через це в роботі використовується морально застаріла техніка, яка в багатьох випадках вичерпала свій експлуатаційний ресурс.

Однозначно позитивно вплинуло на поліпшення умов праці передбачуване Програмою застосування спеціалізованих касет для пакування, транспортування і зберігання банкнот у системі Національного банку. Проте, на кінець 2007 р. в таких касетах до територіальних управлінь перевозилося 45% готівки. Працювало з касетами у минулому році 20 територіальних управлінь. Серед управлінь, що не користувалися касетами, такі великі за обсягами готівкових потоків як Донецьке, Запорізьке та Львівське.

Система Національного банку не забезпечена в повному обсязі касетами і піддон-контейнерами. На початку 2008 р. потреба у перших становила 175 тис. шт., у других – 8 тис. штук. За 2004–2008 рр. було закуплено 65 тис. шт. касет, з яких у використанні знаходилося біля 26 тис. шт., і виготовлено 1,2 тис. шт. піддон-контейнерів. Витрати склали 16,5 млн. грн., тобто на покриття 100-відсоткової потреби має бути витрачено додатково ще близько 45 млн. гривень.

Однак і повне забезпечення касетами і піддон-контейнерами не вирішить повністю проблем щодо оптимізації процесу оброблення і прискорення доставки готівки до адресатів. Практика показала, що і касетна система пакування і доставки банкнот має як позитивні, так і ряд негативних моментів:

1. Процес упакування пачок в касети, оформлення ярликів і пломбування касет не автоматизовано. На Банкотно-монетному дворі такі роботи можуть здійснюватися лише вручну.

2. Процес упакування матеріально відповідальними особами (здебільшого жінками) пачок грошових білетів в територіальних управліннях НБУ вимагає від них значної частини робочого часу. Як правило, на них додатково покладаються обов'язки з вкладання сформованих пачок банкнот у касети, закриття та пломбування касет із банкнотами, розкривання опломбованих касет, виймання із них пачок банкнот, проведення вантажних робіт із розміщення касет на підлозі грошових сховищ і порожніх касет поза грошовими сховищами.

3. Запровадження сучасних технологій з обробки, зберігання і транспортування готівки, зокрема з використанням спеціалізованих касет, модуля збирання здрібненої маси знищених банкнот вимагає введення до штатного розпису посади касового працівника з допуском до грошового сховища для проведення вантажних робіт, обслуговування модуля тощо.

4. Банкноти в касетах, розміщені на піддон-контейнерах, при транспортуванні спеціалізованим транспортом займають об'єм у 2-3 рази більший, ніж готівка, упакована в мішки, що автоматично призводить до зростання транспортних витрат.

Тобто, питання визначення і запровадження єдиної уніфікованої тари Національного банку, що надало б можливість оптимізувати процеси пакування, перевезення, зберігання та обліку банкнот і монет, потребує ретельного доопрацювання.

Такою тарою могли б бути контейнери НБУ, використання яких позитивно зарекомендувало себе на Банкотно-монетному дворі. Заслужує також на увагу пропозиція здійснювати пакування пачок банкнот (до 20 штук) і роликів монет у спеціальні блоки з використанням багаточислової плівки та полімерних матеріалів із можливістю відокремлення як однієї, так і декількох пачок.

Запровадження уніфікованої тари дозволить повністю автоматизувати процес оброблення готівки; мінімізувати кількість працівників, зайнятих операціями з готівкою по пачках і мішечках при їх переміщеннях на шляху: Банкотно-монетний двір – Центральне сховище – регіональні касові центри, мова про які піде нижче; автоматизувати облік надходження, видачі, переміщення та контроль термінів зберігання цінностей; механізація вантажно-розвантажувальних робіт дасть змогу скоротити час приймання/

передавання готівки інкасаторами в регіональних касових центрах принаймні в 5 разів, виключити трудомісткі операції із переукладення пачок і мішечків з готівкою, скоротити чисельність інкасаторів і касових працівників. Використання уніфікованої тари надасть можливість автоматизувати весь процес обробки готівки: на Банкнотно-монетному дворі завантаження контейнера здійснюватиметься маніпулятором, транспортування – пристосованими спеціалізованими автомобілями і вагонами, завантаження/розвантаження – засобами малої механізації, зберігання – в автоматизованих сховищах, облік – за «чіпами».

У такій тарі було б економічно вигідним здійснювати всі перевезення банкнот та монет на великі відстані на ланцюгу БМД – Центральне сховище – регіональні касові центри. Спеціалізовані касети і ящики могли б успішно використовуватися при доставці готівки в незначних обсягах від касових центрів до сховищ територіальних управлінь НБУ і далі – до установ банків.

Назріла необхідність у побудові нового приміщення Центрального сховища Національного банку України. Технічні характеристики збудованого у 1996 р. і діючого до сьогодні сховища не дозволяють впровадити сучасні технології роботи з готівкою. Під час обстеження технічного стану будівлі Науково-дослідним інститутом механіки швидкоплинних процесів було виявлено суттєві недоліки, які негативно впливають на її подальшу експлуатацію, зокрема, різко зменшилося корисне навантаження сховищ по поверххах.

Вимагає також серйозного перегляду і нормативна база щодо функціонування готівкового обігу в державі.

Робота з готівкового обігу регламентується насамперед такими законодавчими і нормативними актами як:

- Закон України «Про Національний банк України»;
- Закон України «Про банки і банківську діяльність»;
- Інструкція з організації емісійно-касової роботи в системі Національного банку України (затверджена постановою Правління Національного банку України від 17.06.2004 № 273);
- Інструкція про касові операції в банках України (затверджена постановою Правління Національного банку України 14.08.2003 № 337 і зареєстрована в Міністерстві юстиції України 05.09.2003 за № 768/8089);
- Інструкція з організації перевезення цінностей та інкасації коштів у банківських установах України (затверджена постановою Правління Національного банку України від 14.02.2007 за № 45 і зареєстрована в Міністерстві юстиції України 03.03.2007 за № 181/13448);
- «Положення про організацію готівкового обігу і ведення емісійно-касових операцій у банківській системі в особливий період» (затверджене

постановою Правління Національного банку України від 12.02.2004 № 46), разом інших нормативно-правових актів.

Незважаючи на неодноразово внесені зміни і доповнення до більшості із діючих нормативних документів, вони вже не відповідають вимогам сучасного рівня роботи з готівкою, тим паче з урахуванням перспектив і вимагають значного вдосконалення.

До цього часу жодним нормативним актом Національного банку не передбачено впровадження технологій обробки монет національної валюти, а це більш ніж відчутні обсяги. Так, коли щорічно по системі Центрального банку обробляється і перевозиться нових і старих зношених баннот по 1 тис. тонн, то монет – 2 тис. тонн.

Слід наголосити ще на такому небезпечному моменті. Усі резервні фонди готівки Національного банку зберігаються в м. Києві у Центральному сховищі і, в разі виникнення будь-яких непередбачуваних обставин (пожежа, підтоплення, диверсія тощо), держава може опинитися без необхідної для забезпечення потреб економіки та населення кількості грошових знаків. Запасів, зосереджених у сховищах територіальних управлінь, на тривалий час не вистачить. Зберігати ж більш-менш значні стратегічні запаси готівки управлінням не дозволяє стан їх матеріально-технічної бази.

Як свідчить досвід зарубіжних країн, запобігти ризикам дозволяє створення розвиненої мережі регіональних центрів із зберігання та обробки готівки. Враховуючи статистику зростання готівкової маси в обігу, а також перспективи її подальшого збільшення, є необхідність і в Україні звернутися до подібної організаційної форми.

Дислокація регіональних центрів із зберігання та обробки готівки має бути визначеною з урахуванням готівкових потоків у регіонах, особливостей організації роботи територіальних управлінь, рівновіддаленості центрів від Центрального сховища за умови доставки цінностей спеціалізованими автомобілями в світлий час доби і поступової відмови від використання залізничного транспорту. Це дозволить в значній мірі скоротити час перевезень готівки між Центральним сховищем і регіональними центрами та територіальними управліннями, що обслуговуються одним центром.

Зазначені регіональні структури повинні мати відповідні повноваження на зберігання резервних фондів в обсягах, необхідних для задоволення потреб регіону в готівці на кілька місяців, відповідні засоби автоматизації і механізації для приймання / видачі готівки.

Із метою докорінного впорядкування існуючого стану і оперативного вирішення назрілих питань Правлінням Національного банку України було схвалено Концепцію вдосконалення організації роботи з готівкою в системі Національного банку України на 2008–2012 роки, мета якої – визначення оптимальних обсягів готівки, необхідних для потреб економіки, потоків готівки і впровадження новітніх технологій в роботі з готівкою шляхом:

- оптимізації готівкових потоків, маючи на увазі максимально повне включення готівки в економічний оборот держави через банківську систему;
- створення в системі Національного банку найсучаснішої матеріально-технічної бази, яка надасть можливість якісного обслуговування потреб економіки і населення в готівці;
- централізації оброблення готівки через мережу створених регіональних касових центрів зі зберігання та обробки готівки, її доставки з максимальним наближенням безпосередньо до споживачів;
- зменшення ризиків, пов'язаних із зберіганням резервних фондів в єдиному центрі – Центральному сховищі;
- поліпшення якості готівки в обігу, скорочення витрат на його організацію.

Перелік основних завдань щодо досягнення визначеної мети передбачас:

1. Децентралізацію зберігання резервних фондів готівки в системі Національного банку шляхом створення регіональних центрів зі зберігання та обробки готівки (РЦ ЗОГ).

2. Надання РЦ ЗОГ повноважень на зберігання частини резервних фондів, автоматизованого приймання від Центрального сховища готівки в контейнерах Національного банку або іншій уніфікованій тарі, підготовки та видачі готівки територіальним управлінням регіону, перевезення цінностей, отримання, вивезення від територіальних управлінь регіону придатної та непридатної до обігу готівки, її обробку, обслуговування банківських установ.

3. Уніфікацію та оптимізацію процесів зберігання, транспортування та приймання-передавання готівки. Запровадження уніфікованої тари для пакування, транспортування та обліку банкнот і монет. Забезпечення автоматизованого пакування банкнот і монет на БМД, поступового переходу на використання великотоннажного автомобільного транспорту та оперативних автомобілів.

4. Побудову за єдиною системою «Логістика» сучасних автоматизованих сховищ із вертикальним розміщенням контейнерів у Центральному сховищі, РЦ ЗОГ, на Банкнотній фабриці БМД та модернізацію сховища на Монетному дворі БМД. Об'єднання зазначених сховищ, а також сховищ територіальних управлінь комп'ютерною мережею з виведенням інформації до Департаменту готівково-грошового обігу.

5. Забезпечення комплексної механізації робіт на всіх технологічних етапах руху готівки в системі НБУ, відеоконтролем здійснення операцій із готівкою.

6. Приведення приміщень касових вузлів територіальних управлінь до визначених нормативно-правовими актами НБУ норм з урахуванням перспектив розвитку готівкового обігу.

7. Припинення виконання невласливих для центральних банків функцій перевезення цінностей до установ банків та врегулювання цих питань з урахуванням світового досвіду.

8. Спрямування банків на роботу з оброблення готівки з використанням сучасних автоматизованих технологій.

9. Приведення нормативно-правової бази Національного банку у відповідність з передбачуваними перспективами розвитку готівкового обігу.

Реалізація таких заходів дозволить у відносно короткі терміни одержати установам Національного банку матеріально-технічну базу, що відповідає європейським стандартам. Децентралізація зберігання частини резервних фондів суттєво знизить ризики у забезпеченні потреб в готівці у разі виникнення непередбачуваних обставин. Застосування найпередовіших технологій сприятиме оптимізації перевезень готівки, мінімізує фізичний контакт робітників, касових працівників та інкасаторів при зберіганні, здійсненні операцій з готівкою та її перевезенні, дозволить забезпечити якість і надійність обробки банкнот і монет. На всіх етапах переміщення і зберігання готівки зведе до мінімуму вірогідність її втрати.





## СПИСОК ЛІТЕРАТУРИ

1. Авдокушин Е. Выбор параметров паритетного курса и золотовалютных резервов // Вопросы экономики. – 2004. – №11. – Режим доступа до журналу: [http://www.vopreco.ru/rus/archive.files/n11\\_2004.html#an4](http://www.vopreco.ru/rus/archive.files/n11_2004.html#an4).
2. Адамик Б.П. Національний банк і грошово-кредитна політика: Навч. посібник. – Тернопіль: Карт-бланш, 2002. – 278 с.
3. Антологія економічної думки: гроші, кредит і банки: (Огляд ліворадикальної політекономії). Уклад. В.С. Стельмах. – Львів: ЛБІ НБУ, 2006. – 109 с.
4. Арсенюк О.В. Проблеми запровадження в Україні монетарного устрою, заснованого на встановленні цільового показника інфляції: проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: Збірник наукових праць. – Суми: ВВП «Мрія-1», 2003. – Т.7.– С.52–58.
5. Бакун О. Пряме таргетування інфляції: досвід Чехії // Вісник НБУ. – 2003. – № 3. – С. 60–61.
6. Банківський менеджмент: підручник / За ред. О.А. Кириченка, В.І. Міщенко. – К.: Знання, 2005. – 831 с.
7. Банківські операції: підручник / За ред. В.І. Міщенко, Н.Г. Слав'янської. – К.: Знання, 2006. – 727 с.
8. Банковское дело / Под ред. О.И. Лаврушина. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2005. – 672 с.
9. Береславская Е. Долларизация в Украине как следствие инфляции и высокой девальвации национальной валюты // Финансовые риски. – 2006. – № 1 (142). – С. 19–20.
10. Береславская Е. Курсовая политика НБУ и ее влияние на социально-экономические процессы в Украине // Финансовые риски. – 2005. – № 1 (38). – С. 34–36.
11. Береславська О. Долларизація в Україні та шляхи її подолання // Вісник НБУ. – 2006. – № 10. – С. 10–13.
12. Береславська О. Особливості впливу валютного курсу на внутрішні ціни в Україні // Вісник НБУ. – 2007. – № 3. – С. 9–13
13. Береславська О.І., Замовець В.В., Шелудько Н.М. Долларизація кредитного ринку в Україні: причини і наслідки // Економіка і прогнозування. – 2006. – № 3. – С. 117–130.
14. Болгарін І., Махадева Л., Штерн Г. Деякі методологічні аспекти побудови та використання моделі механізму монетарної трансмісії // Вісник НБУ. – 2000. – № 6. – С. 4–6.
15. Браунинг П. Современные экономические теории – буржуазные концепции: Сокр. пер. с англ. – М.: Экономика, 1986. – 160 с.
16. Бычков В.П., Бердышев В.П. О банковских резервах // Банковское дело. – 2003. – № 4. – С.21–26.

17. Бюлетень НБУ. – 2008. – № 3. – 192 с.
18. Вагіна Н.Б. Аналіз ліквідності банківської системи. Практичні питання використання інструментів у процесі регулювання ліквідності банків: матеріали семінару «Напрями, інструменти та механізми регулювання грошово-кредитного ринку». – Навчальний центр НБУ. – 3–7 квітня 2006 р.
19. Вахненко Т. Внешние корпоративные заимствования и риски для финансовой стабильности // Зеркало недели. – 2008. – № 6 (685). – 16–22 февр.
20. Вахненко Т. Кредитно-боргова експансія банків та методи її стримування: матеріали Інституту економіки та прогнозування НАН України від 30 травня 2008 р.
21. Вожжов А.П. Банківський капітал в економіці України // Фінанси України. – 2003. – № 4 – С.88–97.
22. Вожжов А.П. О формировании банковской системой ресурсов экономического роста // Финансовые риски. – 2004. – № 1. – С.87–95.
23. Вожжов А.П. Управление трансформацией банковских ресурсов при монетарном стимулировании экономического роста // Финансовые риски. – 2005. – № 2. – С.42–62.
24. Вожняк П. Досвід подолання інфляції у Польщі: 1990–2004 // [www.case-ukraine.kiev.ua](http://www.case-ukraine.kiev.ua).
25. Вулфел Ч.Дж. Энциклопедия банковского дела и финансов. – Самара: Корпорация «Федоров». – 2000. – 1583 с.
26. Габбард Р.Г. Гроші, фінансова система та економіка / Пер. з англ.; Наук. ред. пер. М. Савлук, Д. Олесневич. – К.: КНЕУ, 2004. – 889 с.
27. Галицька Е., Висоцька Л. Удосконалення системи показників ліквідності комерційних банків // Банківська справа. – 2002. – № 2. – С. 19–25.
28. Гальчинський А.С. Стабілізація гривні: проблеми та перспективи: матеріали міжнародної науково-практичної конференції на тему «Стратегія монетарної політики – проблеми вибору та застосування» (25–26.04.2002 р.). – С. 19–24.
29. Гальчинський А.С. Сучасна валютна система. – К.: LIBRA, 1993. – 96с.
30. Гальчинський А.С. Теорія грошей. – К.: Основи, 1996. – 413 с.
31. Геєць В. Перспективи світового економічного зростання у 2000–2002 р. // Вісник НБУ. – 2000. – № 2. – С. 20–25.
32. Геєць В. Післязавтра // Контракти. – 2007. – № 8. – 19 лют.
33. Геєць В.М. Економічна динаміка та монетарна політика: матеріали міжнародної науково-практичної конференції на тему «Стратегія монетарної політики – проблеми вибору та застосування» (25–26.04.2002 р.). – С. 25–51.
34. Гребеник Н.І. Особливості інструментів монетарної політики Національного банку: матеріали міжнародної науково-практичної конференції на тему «Стратегія монетарної політики – проблеми вибору та застосування» (25–26.04.2002 р.). – С. 77–80.

35. Гребеник Н.І. Тенденції розвитку управління грошово-кредитним ринком в Україні за період 1991–1999 рр. // Банківська справа. – 1999. – № 6. – С. 22–28.
36. Грей С., Телбот Н. Денежно-кредитные операции / Центр исследований деятельности центральных банков Английского банка. – Лондон. – 2006. – 96 с. // [www.bankofengland.co.uk](http://www.bankofengland.co.uk).
37. Грей С., Телбот Н. Денежно-кредитные операции: пособие по вопросам деятельности центральных банков № 24 / [http://www.bankofengland.co.uk/education/ccbs/handbooks/pdf/ccbshb24\\_ru.pdf](http://www.bankofengland.co.uk/education/ccbs/handbooks/pdf/ccbshb24_ru.pdf)
38. Гриценко А. Представницька теорія грошей // Вісник Національного банку України. – 2005. – № 7. – С. 9 – 13.
39. Гриценко А., Кричевська Т. Монетарна стратегія: шлях до ефективної грошово-кредитної політики. Необхідність і передумови формування монетарної стратегії як форми комунікації центральних банків // Вісник НБУ. – 2005. – № 11. – С. 8–18.
40. Гриценко А., Кричевська Т. Монетарна стратегія: шлях до ефективної грошово-кредитної політики. Стаття третя. Основні засади побудови і запровадження середньострокової монетарної стратегії в Україні // Вісник НБУ. – 2006. – № 7. – С. 8–18.
41. Гроші в Україні. Факти і документи. – К: «ARC – Ukraine», 1998. – с. 7.
42. Дзюблюк О.В. Валютна політика: підручник. – К.: Знання, 2007. – 422 с.
43. Дзюблюк О.В. Оптимізація передавального механізму грошово-кредитної політики центрального банку. // Вісник НБУ – 2003. – № 1 – С. 32–37.
44. Дзюблюк О.В. Організація грошово-кредитних відносин суспільства в умовах ринкового реформування економіки. – К.: Поліграф книга, 2000. – 512 с.
45. Долан Э.Дж. и др. Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика / Пер. с англ. В. Лукашевича и др.; Под общ. ред. В. Лукашевича. – Л., 1991. – 448 с.
46. Дорофєєва Н.В., Воронова Л.В. Перша цивілізована грошова реформа в історії України // Вісник НБУ. – 1996. – № 5. – С. 16–17.
47. Дорофєєва Н.В., Страту А.І. Організація готівкового обігу в Україні. Вісник НБУ. – 2007. – № 6. С. 4–5.
48. Енциклопедія банківської справи України. – К.: Молодь, 2001. – 1240 с.
49. Єпіфанов А.О. Управління ризиками в платіжних системах / НБУ: УАБС / Єпіфанов А.О., Міщенко В.І., Савченко А.С. – Суми: Ініціатива, 2001. – 168 с.
50. Єпіфанов А.О., Сало І.В., Дьяконова І.І. Бюджет і фінансова політика України. – К.: Наукова думка, 1997. – 301 с.
51. Єфименко Т.І. Економічне зростання – основа підвищення добробуту громадян // Фінанси України. – 2007. – № 8. – С. 3–12.

52. З історії українських грошей // Дзеркало тижня. – 2–8 березня 2006. – № 33/612.
53. Засорина И.Л., Крючкова И.П. К вопросу об использовании прямого инфляционного таргетирования // Деньги и кредит. – 2001. – № 5. – 58–63 с.
54. Заява Кабінету Міністрів України і Національного банку України про курсову політику в 2000 році від 21.02 2000 р.
55. Зміни та доповнення до Правил здійснення операцій на міжбанківському валютному ринку України, затверджених постановою Правління Національного банку України від 18.03.99 №127: постанова Правління Національного банку України від 13.12.99 р. № 585.
56. Информационно-аналитические материалы ЦБРФ. – М.: Научно-исследовательский институт ЦБРФ, 2002. – 190 с.
57. Івасів Б.С. Гроші та кредит: Підручник. – Вид. 3-тє, змін. й доп. – Тернопіль: Карт-бланш, К.: Кондор, 2008. – 528 с.
58. Івасів І.Б. Ліквідність банку в умовах маркетинго орієнтованого менеджменту // Фінанси України. – 2003. – № 1. – С. 109–115.
59. Інноваційна стратегія українських реформ / Гальчинський А.С., Геєць В.М., Кінах А.К., Семиноженко В.П. – К.: Знання України, 2002. – 326 с.
60. Інструкція про переміщення валюти України, іноземної валюти, банківських металів, платіжних документів, інших банківських документів і платіжних карток через митний кордон України: постанова Правління Національного банку України від 12.07.2000 р. № 283.
61. Інструкція про порядок регулювання діяльності банків в Україні: постанова 28.08.2001 № 368, зі змінами від 17.12.2007 р.
62. Історія гривні. [http://www.bank.gov.ua/Bank\\_mn/histor\\_grn.htm](http://www.bank.gov.ua/Bank_mn/histor_grn.htm).
63. Історія економічних вчень: підручник / за ред. В.Д. Базилевича. – 3-є вид., випр. і доп. – К.: Знання, 2006. – 582 с.
64. Каллаур П.В., Комков В.Н., Черноокый В.А. Механизм трансмиссии денежно-кредитной политики в экономике республики Беларусь // Белорусский экономический журнал. – 2005. – № 3. – С. 4–16.
65. Карачадаг Ч., Гилда Д., Фернандес Г., Ишии Ш. От фиксированного курса к плавающему: нет причин для опасения // Финансы и развитие. – 2004. – декабрь. – С. 20–23. – <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/rus/2004/12/pdf>.
66. Карбау Р. Міжнародна економіка / пер. з англ. Косодія Р. – Суми: Козацький вал, 2004. – 652 с.
67. Карстенс А., Луис И. Хакоме. Каким образом центральным банкам Латинской Америки удалось пережить гиперинфляцию и стать блюстителями стабильности цен // Финансы и развитие. – 2005. – № 12. – С. 26–29.
68. Кейнс Дж.М. Общая теория занятости, процента и денег. – М.: Гелиос АРВ, 1999. – 352 с.
69. Ковальчук Т.Т., Коваль М.М. Ліквідність комерційних банків: навч. посібник. – К.: Знання, КОО, 1996. – 120 с.

70. Козюк В.В. Незалежність центральних банків: монографія / В.В. Козюк. – Тернопіль: Карт-бланш, 2004. – 244 с.
71. Козюк В.В. Трансформація центральних банків в умовах глобалізації: макроекономічні та інституціональні проблеми: монографія / В.В. Козюк. – Тернопіль: Астон, 2005. – 319 с.
72. Конституція України: Закон України від 28.06.1996 № 254к/96-ВР.
73. Конурбаева Б.М. Модель трансмиссионного механизма Казахстана // Экономическое обозрение. Казахстан. – 2005. – № 4. – С. 2–20.
74. Концепція вдосконалення організації роботи з готівкою в системі Національного банку України на 2008–2012 роки: постанова Правління Національного банку України від 24.06.2008 року № 177.
75. Корчагин О. Модели трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики // Банковский вестник. – 2004. – № 11. – С. 40–44.
76. Косой А.М. Современные деньги // Деньги и кредит. – 2002. – № 6. – С. 42 – 52.
77. Костіна Н.І. Гроші та грошова політика: навч. посібник. – К.: НІОС, 2001. – 224 с.
78. Котыхов М.П., Шевченко И.В. Построение ликвидной позиции коммерческого банка // Финансы и кредит. – 2002. – № 23(113). – С. 22–28.
79. Кравець В.М., Савченко А.С. Платіжні картки в Україні. – К.: Факт, 1999. – 32 с.
80. Красавина Л.Н. Проблемы денег в экономической науке // Деньги и кредит. – 2001. – № 10. – С. 3–6.
81. Кротюк В.Л. Національний банк – центр банківської системи України. – К.: Ін Юре, 2000. – 248 с.
82. Левенчук Д.В. О таргетировании инфляции // Деньги и кредит. – 2001р. – № 10. – 28–34 с.
83. Лисенко Р. Сучасні стратегії грошово-кредитної політики. // Фінансовий ринок України. – 2006. – №11 – С.3–5.
84. Лисенко Р., Ніколайчук С., Сомик А. Монетарний трансмісійний механізм в Україні. Аналіз дії трансмісійного механізму грошово-кредитної політики // Вісник НБУ. – 2007. – № 11. – С. 18–24.
85. Лист Національного банку України від 07.12.2004 № 13-111/5821-12722.
86. Лист Національного банку України від 15.04.2008 №14-101/1334-4877.
87. Лист Національного банку України від 25.01.2000 № 13-311/192.
88. Любунь О.С., Лаптев С.М. Монетарна політика Центрального банку у сучасний період розвитку грошово-кредитних відносин: монографія. – К.: Університет економіки та права «КРОК», 2004. – 316 с.
89. Лютий І., Юрчук О. Конкурентоспроможність банків в умовах глобалізації та лібералізації руху капіталу // Вісник НБУ. – 2006. – № 11. – С. 18–25.
90. Лютий І.О. Грошово-кредитна політика в умовах перехідної економіки: монографія. – К.: Атіка, 2000. – 240 с.

91. Макконнелл Кемпбелл Р., Брю Стенлі Л. Аналітична економія. Принципи, проблеми і політика. Макроекономіка. Частина 1. Тринадцяте видання./ Переклад з англійської. Наукова редакція перекладу Таня Панчишина. – Львів: Просвіта, 1997. – 671 с.
92. Манків, Грегори Н. Макроекономіка / Пер. з англ. С. Панчишина. – К., Основи, 2000. – 588 с.
93. Матеріали семінару «Здійснення монетарної політики». Досвід Національного банку Словаччини. – Навчальний центр НБУ. – 13–15 листопада 2006 р.
94. Мишкін Фредерік С. Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків / Пер. з англ. С. Панчишин, А. Стасишин, Г. Стеблій. – К.: Основи, 1999. – 963 с.
95. Міщенко В. Методологічні та методичні проблеми запровадження таргетування інфляції // Вісник НБУ. – 2006. – № 5. – С. 40–45.
96. Міщенко В., Набок Р. Роль іноземного капіталу в банківському секторі країни // Вісник НБУ. – 2005. – № 11. – С. 38–44.
97. Міщенко В., Сомик А. Доларизація: причини та наслідки для економіки України // Вісник НБУ. – 2007. – № 5. – С. 28–31.
98. Міщенко В., Сомик А. Монетарний трансмісійний механізм в Україні. Стаття 1. Теоретичні засади трансмісійного механізму грошово-кредитної політики // Вісник НБУ. – 2007. – № 6. – С. 24–27.
99. Міщенко В.І. Організаційно-правові основи діяльності центральних банків. – Суми: Слобожанщина, 2002. – 130 с.
100. Міщенко В.І. Основні принципи координації монетарної і фінансової політики // Вісник Української академії банківської справи. – Суми: 2007. – № 1(22). – С. 11–14.
101. Міщенко В.І., Кротюк В.Л. Центральні банки: організаційно-правові засади: монографія. – К.: Знання, 2004. – 372 с.
102. Міщенко В.І., Лисенко Р.С. Вплив таргетування інфляції на забезпечення економічного зростання // Наукові праці НДФІ. – 2006. – № 2. – с. 54–63.
103. Міщенко В.І., Лисенко Р.С. Вплив чинників бюджетно-боргової політики на дію трансмісійного механізму в Україні // Фінанси України. – 2007. – № 5. – с. 12–23.
104. Міщенко В.І., Науменкова С.В. Монетарні трансмісійні механізми та їх вплив на забезпечення відтворювальних процесів в економіці України: матеріали науково-практичної конференції «Стратегія монетарної політики: проблеми вибору та застосування». – К., 2002. – С. 7–12.
105. Міщенко В.І., Слав'янська Н. Г., Коренева О. Г. Банківські операції: підручник. – 2-ге вид., перероб. і доп. – К.: Знання, 2007. – 796 с.
106. Міщенко В.І., Сомик А.В., Шульга С.О. Монетарний трансмісійний механізм в Україні. Стаття 3. Напрями удосконалення трансмісійного механізму грошово-кредитної політики на основі зарубіжного досвіду // Вісник НБУ. – 2007. – № 12 – С. 24–28.

107. Міщенко В.І., Яценюк А.П., Коваленко В.В., Коренева О.Г. Банківський нагляд: навч. посібник. – К.: Знання, 2004. – 406 с.
108. Моисеев С.Р. Денежно-кредитная политика: теория и практика. – М.: Экономистъ, 2005. – 652 с.
109. Моисеев С.Р. Международные валютно-кредитные отношения: Учебное пособие. – М.: Дело и сервис, 2003. – 576 с.
110. Моисеев С.Р. Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики // Финансы и кредит. – 2002. – № 18. – С. 38–51.
111. Монетарний огляд за III квартал 2006 р. / Департамент монетарної політики Національного банку України // [www.bank.gov.ua](http://www.bank.gov.ua).
112. Монетарний трансмісійний механізм в Україні: науково-аналітичні матеріали. Вип. 9 / В.І.Міщенко, О.І.Петрик, А.В.Сомик, Р.С.Лисенко та ін. – К.: Національний банк України. Центр наукових досліджень, 2008. – 144 с.
113. Боринець С.Л. Міжнародні валютно-фінансові відносини. – К.: Знання, 1999. – 305 с.
114. Науменкова С. Ринок фінансових послуг: основні тенденції розвитку // Вісник НБУ. – 2000. – № 1. – С. 36–43.
115. Науменкова С.В. Проблемы сбалансированности денежного рынка Украины. – К.: Наукова думка, 1997. – 55 с.
116. Науменкова С.В., Андреев А.В., Журавка Ф.О. Фінансовий ринок та інвестиції. – К.: Знання, 2000. – 214 с.
117. Науменкова С.В., Журавка Ф.О., Міщенко В.І. Валютне регулювання: навч. посібник. – Суми: УАБС, 1997. – 92 с.
118. Національний банк і грошово-кредитна політика: підручник / За ред. д-ра екон. наук, проф. А.М. Мороза та канд. екон. наук, доц. М.Ф. Пуховкіної. – К.: КНЕУ, 1999 – 368 с.
119. Основні засади грошово-кредитної політики на 2003 рік: затверджено рішенням Ради Національного банку України від 10.09.2002 № 13.
120. Основні засади грошово-кредитної політики на 2004 рік: затверджено рішенням Ради Національного банку України від 17.09.2003 № 21.
121. Основні засади грошово-кредитної політики на 2005 рік: затверджено рішенням Ради Національного банку України від 10.09.2004 № 17.
122. Основні засади грошово-кредитної політики на 2006 рік: затверджено рішенням Ради Національного банку України від 09.09.2005 № 17.
123. Основні засади грошово-кредитної політики на 2007 рік: затверджено рішенням Ради Національного банку України від 01.01.2007.
124. Основні засади грошово-кредитної політики на 2008 рік: затверджено рішенням Ради Національного банку України від 28.11.2007 р. № 18 за змінами від 15.09.2008 № 17.
125. Основні засади грошово-кредитної політики на 2009 рік: затверджено рішенням Ради Національного банку України від 15.09.2008 р. № 14.

126. Основні монетарні параметри грошово-кредитного ринку України // Вісник НБУ за 1997–2007 рр.
127. Основні тенденції валютного ринку України / Офіційний сайт НБУ // [www.bank.gov.ua](http://www.bank.gov.ua).
128. Основні тенденції грошово-кредитного ринку України // <http://www.bank.gov.ua>.
129. Основы операций Банка Англии на денежных рынках стерлингов // [www.bankofengland.co.uk/markets/money](http://www.bankofengland.co.uk/markets/money).
130. Офіційний сайт Державного комітету статистики України <http://www.ukrstat.gov.ua>.
131. Офіційний сайт Національного банку Польщі // [www.nbp.pl](http://www.nbp.pl).
132. Офіційний сайт Національного банку Угорщини // [english.mnb.hu](http://english.mnb.hu).
133. Офіційний сайт Національного банку України // [www.bank.gov.ua](http://www.bank.gov.ua).
134. Офіційний сайт центрального банку Латвії: <http://www.bank.lv>.
135. Офіційний сайт центрального банку Чехії // [www.cnb.cz](http://www.cnb.cz).
136. Панчишин Степан. Макроекономіка: Навч. посібник. – К.: Либідь, 2001. – 616 с.
137. Петрик О. Перехід до більшої гнучкості обмінного курсу в Україні – виклик часу // Вісник НБУ. – 2005. – № 6. – С. 4–11.
138. Петрик О., Ніколайчук С. Структурна модель трансмісійного механізму монетарної політики в Україні // Вісник НБУ. – 2006. – № 3. – С. 12–21.
139. Петрик О., Половнъов Ю. Базова інфляція: концепція та деякі методи розрахунку // Вісник НБУ. – 2002 р. – № 12 – С. 47–48.
140. Петрик О., Половнъов Ю. Проблема вибору цільового показника монетарної політики НБУ // Вісник НБУ. – 2003. – № 6 – С. 10–14.
141. Петрик О.І. Історія монетарного розвитку в Україні // Вісник НБУ. – 2007. – № 1. – С. 2–16.
142. Петрик О.І. Цілі та основні режими сучасної монетарної політики // Вісник НБУ. – 2006. – № 6 – С. 6–13.
143. Платіжний баланс за 2002–2007 рр. // <http://www.bank.gov.ua/Balance/index.htm>.
144. Половнъов Ю.О. Досвід країн, які запровадили режим інфляційного таргетування // Інфляційне таргетування: основи запровадження та виконання умов: матеріали семінару. – К. – 2006.
145. Положення про валютний контроль: постанова Правління Національного банку України від 8.02.2000 № 49.
146. Положення про зміст, порядок розробки Основних засад грошово-кредитної політики та здійснення контролю за їх виконанням: затверджено рішенням Ради Національного банку України від 07.07.2006 року № 13.
147. Положення про організацію торгівлі банківськими металами на валютному ринку: постанова Правління Національного банку України від 24 лютого 1998 № 65.



148. Положення про порядок видачі банкам банківських ліцензій, письмових дозволів та ліцензій на виконання окремих операцій: постанова Правління Національного банку України від 17.07.2001 № 275.
149. Положення про порядок видачі індивідуальних ліцензій на переказування іноземної валюти за межі України для оплати банківських металів та проведення окремих валютних операцій: постанова Правління Національного банку України від 17.06.2004 № 266.
150. Положення про порядок видачі Національним банком України індивідуальних ліцензій на розміщення резидентами (юридичними та фізичними особами) валютних цінностей на рахунках за межами України: постанова Правління Національного банку України від 14.11.2004 № 485.
151. Положення про порядок видачі резидентам індивідуальних ліцензій на переказування іноземної валюти за межі України з метою придбання облігацій зовнішніх державних позик України: постанова Правління Національного банку України від 29.01.2003 № 35.
152. Положення про порядок рефінансування банків під заставу майнових прав на кошти банківського вкладу (депозиту), розміщеного в Національному банку України: постанова Правління Національного банку України від 29.05.2006 р. № 195, зі змінами.
153. Положення про порядок формування обов'язкових резервів для банків України: постанова Правління Національного банку України від 16.03.2006 р. № 91, зі змінами від 2. 04. 2008.
154. Положення про порядок формування та використання резервів для відшкодування можливих втрат за кредитними операціями банків: постанова Правління Національного банку України від 06.07.2000 року № 279, зі змінами від 6.07. 2007.
155. Положення про процентну політику Національного банку України: постанова Правління Національного банку України від 18.08.2004 р. № 389.
156. Положення про регулювання Національним банком України ліквідності банків України: постанова Правління Національного банку України від 26.09.2006 р. № 378.
157. Правила надання фізичним і юридичним особам – резидентам (крім уповноважених банків України) і нерезидентам індивідуальних ліцензій та спеціальних дозволів на переміщення валюти України, іноземної валюти, платіжних документів (іменних, дорожніх чеків), банківських металів через митний кордон України та внесення змін до Інструкції про переміщення валюти України, іноземної валюти, банківських металів, платіжних документів, інших банківських документів і платіжних карток через митний кордон України: постанова Правління Національного банку України від 31.07.2001 № 305.
158. Про банки і банківську діяльність: Закон України від 07.12.2000 № 2121-III.

159. Про введення обов'язкового продажу надходжень в іноземній валюті на користь резидентів: постанова Правління Національного банку України від 4.09.1998 № 349.
160. Про вдосконалення валютного регулювання: Указ Президента України від 22.08.1994 № 457/94.
161. Про внесення змін до деяких нормативно-правових актів Національного банку України та встановлення лімітів відкритої валютної позиції банку: постанова Правління Національного банку від 12.08.2005 № 290.
162. Про внесення змін до нормативно-правових актів Національного банку України з питань кредитування в іноземній валюті: постанова Правління Національного банку України від 22.12.1999 № 601.
163. Про внесення змін до Положення про організацію торгівлі банківськими металами на валютному ринку України: постанова Правління НБУ від 12.03.2003 № 102.
164. Про внесення змін до постанови Правління Національного банку України від 04.09.1998 № 349 «Про внесення обов'язкового продажу надходжень в іноземній валюті на користь резидентів – юридичних осіб»: постанова Правління Національного банку України від 14 вересня 1998 № 365.
165. Про внесення змін до постанови Правління Національного банку України від 11.10.2008 № 319: постанова Правління Національного банку України від 16.10.2008 № 328.
166. Про встановлення максимальної процентної ставки за залученими коштами на умовах субординованого боргу: постанова Правління Національного банку України від 24.11.2005 № 450.
167. Про встановлення процентних ставок за зовнішніми запозиченнями резидентів: постанова Правління Національного банку України від 3.08.2004 № 363.
168. Про встановлення тимчасового порядку кредитування в іноземній валюті: постанова Правління Національного банку України від 20.11.1998 № 489.
169. Про додаткові заходи щодо діяльності банків: постанова Правління Національного банку України від 11.10.2008 № 319.
170. Про заходи щодо лібералізації валютного ринку України: Постанова правління Національного банку України № 119 від 16.05.1995 р.
171. Про Національний банк України: Закон України від 20.05.1999 № 679-XIV, зі змінами і доповненнями.
172. Про окремі питання регулювання грошово-кредитного ринку: постанова Правління Національного банку України від 15.09.2006 № 364.
173. Про окремі питання регулювання грошово-кредитного ринку: постанова Правління Національного банку України від 17.07.2006 № 268.
174. Про окремі питання регулювання грошово-кредитного ринку: розпорядження Національного банку України від 22.04.2008 № 236-р.

175. Про переміщення готівки і банківських металів через митний кордон України: постанова Правління НБУ від 27.05.2008 № 148.
176. Про порядок здійснення розрахунків в іноземній валюті: Закон України від 12.09.1994 № 185/94-ВР.
177. Про проведення кредитних аукціонів з продажу кредитів Національним банком України: постанова Національного банку України від 20 травня 1994 № 97.
178. Про реалізацію Указу Президента України від 2 листопада 1993 р. «Про додаткові заходи щодо вдосконалення валютного регулювання»: постанова правління Національного банку України від 26 листопада 1993 № 962.
179. Про регулювання грошово-кредитного ринку: постанова Правління Національного банку України від 21.04.2008 № 107.
180. Про регулювання грошово-кредитного ринку: постанова Правління Національного банку України від 07.11.2007 № 403.
181. Про систему валютного регулювання і валютного контролю: Декрет Кабінету Міністрів України від 19.02.1993 № 15-93.
182. Про скасування обмежень на попередню (авансову) оплату за імпортованими договорами: постанова Правління Національного банку України від 10.06.1999 № 281.
183. Про скасування обов'язкового продажу надходжень в іноземній валюті на користь резидентів: постанова Правління Національного банку України від 31.03.2005 № 101.
184. Про терміни та можливі обсяги проведення Національним банком України окремих операцій з банками, передбачених у Положенні про регулювання Національним банком України ліквідності банків України, та вимоги щодо забезпечення, що пропонується банками: постанова Національного банку України від 14.11.2006 № 434, зі змінами від 21.04.2008.
185. Програма вдосконалення організації готівкового обігу національної валюти в Україні на 2004–2008 роки: постанова Правління Національного банку України від 21.01.2004 № 18.
186. Процентні ставки за активними і пасивними операціями Національного банку України // [www.bank.gov.ua](http://www.bank.gov.ua).
187. Радзівський О. Суперечності доларизації економіки України в умовах фінансової глобалізації // Економіка України. – 2005. – № 2. – С. 16–23.
188. Річний звіт Національного банку України за 2004 рік – К.: Національний банк України. – 2005. – 196 с.
189. Річний звіт Національного банку України за 2005 рік. – К.: Національний банк України. – 2006. – 210 с.
190. Річний звіт Національного банку України за 2006 рік. – К.: Національний банк України. – 2007. – 218 с.
191. Річний звіт Національного банку України за 2007 рік. – К.: Національний банк України. – 2008. – 199 с.

192. Российская банковская энциклопедия / Редкол.: О.И. Лаврушин и др. – М.: Энциклопедическая Творческая Ассоциация, 1995. – 552 с.
193. Рябініна Л. Проблеми розвитку теорії сучасних грошей // Вісник Національного банку України. – 2008. – № 1. – С.26 – 31.
194. Савлук М.І. Гроші та кредит: Підручник. – 4-те вид., перероб. і доп. / М.І. Савлук, А.М. Мороз, І.М. Лазепко та ін.; За заг.ред. М.І. Савлука. – К.: КНЕУ, 2006. – 744 с.
195. Скрипник А., Варваренко Г. Вплив валютно-курсової політики на інфляційні процеси в Україні // Вісник НБУ. – 2007. – № 1. – С. 40–48.
196. Смит Вера. Происхождение центральных банков. – М.: Институт Национальной Модели Экономики, 1996. – 283 с.
197. Смовженко Т., Другов О. Проблеми та перспективи розвитку банківської системи в умовах євроінтеграції України. Організаційний аспект // Вісник НБУ. – 2005. – № 11. – С.34–37.
198. Смовженко Т., Міщенко В. Місце і роль вітчизняної банківської системи у міжнародному фінансовому просторі. // Банківська справа. – 2007. – № 5. – С. 83–88.
199. Сомик А.В. Критерії ефективності грошово-кредитної політики // Міжнародна банківська конкуренція: теорія і практика: Збірник тез доповідей II Міжнародної науково-практичної конференції (15–16 травня 2008 р.) / Державний вищий навчальний заклад «Українська академія банківської справи Національного банку України». – Суми: ДВНЗ «УАБС НБУ», 2008. – С. 40–42.
200. Сомик А.В. Обов'язкові економічні нормативи ліквідності банків: особливості вітчизняної та зарубіжної практики використання // Соціально-економічні дослідження в перехідний період. Євро інтеграційний курс України: фінансовий вимір (Збірник наукових праць): у 2-х ч. – Львів, 2006. – Вип. 3. – Ч.1. – С. 414–418.
201. Сомик А.В. Правові засади режиму монетарної політики: сучасний стан та перспективи змін // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: збірник наукових праць. Т. 22. – Суми: УАБС НБУ, 2007. – С. 82–87.
202. Сомик А.В. Проблеми руху фінансового капіталу: світовий досвід та Україна // Соціально-економічні дослідження в перехідний період. Фінансово-економічні системи: трансформація та євроінтеграція (збірник наукових праць) / НАН України. Ін-т регіональних досліджень. – Львів, 2007. – Вип. 1(63). – С. 61–67.
203. Сомик А.В. Роль фінансового ринку в монетарному трансмісійному механізмі // Європейський вектор економічного розвитку: збірник наукових праць. Вип. 1(4). – Д.: Вид-во ДУЕП, 2008. – с.109 – 116.

204. Сомик А.В. Управління ліквідністю банківської системи: досвід Словаччини // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: збірник наукових праць. Т.20. – Суми: УАБС НБУ, 2007. – С. 296 – 304.
205. Сомик А.В., Ніколаєва С.О. Особливості грошово-кредитної політики центрального банку Вірменії // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: Збірник наукових праць. Т.21. – Суми: УАБС НБУ, 2007. – С. 44–48.
206. Сорос Дж. Кризис мирового капитализма. Открытое общество в опасности. – М.: ИНФРА-М, 1999. – 262 с.
207. Стельмах В. Національний банк України: перші десять років діяльності // Вісник НБУ. – 2001. – № 4. – С. 2–4.
208. Стельмах В. Огляд монетарної політики в Україні за 1991–2001 рр. // Вісник НБУ. – 2002. – № 7. – С. 2–8.
209. Стельмах В., Петрик О. Модель монетарного устрою «currency board»: «за» чи «проти» // Вісник НБУ. – 2000. – № 3. – С. 2–8.
210. Стельмах В., Петрик О. Обмінний курс, інфляція та конкурентоспроможність економіки // Вісник НБУ. – 2001. – № 9. – С. 3–6.
211. Стельмах В.С. Монетарна політика в Україні: матеріали міжнародної науково-практичної конференції на тему «Стратегія монетарної політики – проблеми вибору та застосування» (25–26.04.2002 р.). – С. 9–18.
212. Стельмах В.С., Д'яконова І.І., Сало І.В., Сениц П.М., Соколенко Т.І. Фінансово-кредитна система України-Росії (XVIII–XX ст.): навч. посіб. для студентів екон. вузів. За ред. І.В. Сала. – Суми: Слобожанщина, 2000. – 312 с.
213. Стельмах В.С., Єпіфанов А.О., Гребеник Н.І., Міщенко В.І. Грошово-кредитна політика в Україні / За ред. В.І. Міщенка. – 2-ге вид., перероб. і доп. – К.: Знання, 2003. – 421 с.
214. Стельмах В.С., Смовженко Т.С., Скрипник З.Е. Гроші – людина – соціум: параметри взаємин: навч. посіб. для студентів вузів. – Львів: ЛБІ НБУ, 2006. – 188 с.
215. Стельмах В.С., Шаповалов А.В., Кротюк В.Л. та ін. Кредитна система України і банківські технології: У 3 кн. Кн. 1: Кредитна система України: монографія. За заг. ред. І.В. Сала. – Львів: Львів. банк. ін-т НБУ, 2002. – 579 с.
216. Тройніков О. Вплив фундаментальних економічних чинників на валютні курси // Економічний часопис. – 2001. – № 2. – <http://www.soskin.info/ea.php?pokazold=20010263&n=2&y=2001>.
217. Тугань-Барановській М.И. Бумажные деньги и металл. – Одесса: Русская Культура, 1919. – 132 с.
218. Унковська Т.Є. Трансмісійний механізм монетарної політики в контексті економічного зростання // Економіка і прогнозування. – 2004. – № 2. – С. 89–100.
219. Усоскін В.М. «Денежный мир» Милтона Фридмена. – М.: Мысль, 1989. – 173 с.

220. Фінансово-банківська система України у європейському вимірі: 36 ст. – К.: Козаки, 2002. – 210 с.
221. Хайєк Ф.Л. Частные деньги. – М.: Институт Национальной Модели Экономии, 1996. – 229 с.
222. Харрис Л. Денежная теория. – М.: Прогресс, 1990. – 750с.
223. Хашиева Л. Х-М. Роль привлеченных ресурсов в обеспечении ликвидности банка // Финансы и кредит. – 2005. – № 9 (177). – С. 80–83.
224. Хикс Дж.Р. Стоимость и капитал. – М.: Прогресс, 1993. – 488 с.
225. Хоггарт Г., Стерн Г. Движение капитала: причины, последствия и ответные действия в области политики // [http:// www.bankofengland.co.uk/education/ccbs/lis](http://www.bankofengland.co.uk/education/ccbs/lis).
226. 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.
227. Циганов С.А. Шляхи підвищення ефективності грошово-кредитного регулювання економіки // Фінанси України. – 2000. – № 1. –17 с.
228. Чухно А.А. Природа сучасних грошей, кредиту та грошово-кредитної політики // Фінанси України. – 2007. – № 1. – С. 3 – 16.
229. Шаров О. Деякі уроки валютної кризи // Вісник НБУ. – 1999. – № 1. – С. 8–10.
230. Шаров О. Таргетування інфляції: світовий досвід та українські перспективи // Вісник НБУ. – 2003. – № 7 – 15–19 с.
231. Шлапак О.В. Вплив монетарної політики на економічне зростання: матеріали міжнародної науково-практичної конференції на тему «Стратегія монетарної політики – проблеми вибору та застосування» (25–26.04.2002 р.). – С. 52–55.
232. Шумило И. Лечить причины, а не симптомы // Зеркало недели. – 2006. – № 17 (596). – 12 мая.
233. Ющенко В. А., Міщенко В.І. Валютне регулювання. – К.: Знання, 1999. – 359 с.
234. Ющенко В., Лисицький В. Гроші: розвиток попиту та пропозиції в Україні. – К.: Скарби, 2000. – 336 с.
235. Ющенко В.А., Міщенко В.І. Управління валютними ризиками. – К.:Знання, 1998. – 444 с.
236. Anita Tuladhar Governance Structures and Decision – Making Roles in Inflation Targeting Central Banks// IMF WP/05/183.
237. Balázs Égert–Ronald Macdonald. Monetary Transmission Mechanism in Transition Economies: Surveying the Surveyable // MNB Working Papers, May 2006. – <http://english.mnb.hu>.
238. Bank of Canada Renewal of the inflation-control target Background information, May 2001.

239. Bernanke, B., T. Laubach, F. Mishkin, and A. Posen *Inflation Targeting: Lessons from International Experience*// Princeton: Princeton University Press, 1999.
240. Caruana J. *Review of Exchange Arrangements, Restrictions, and Controls / IMF/ November 27, 2007.*
241. Castelnuovo E., Nicoletti-Altimari S. , Rodriguez-Palenzuela D. *Definition of price stability, range and point inflation targets: the anchoring of lon-term inflation expectation*// ECB WP № 273.
242. Central Bank of The Republic of Turkey *Inflation targeting: performance and challenges*// 19 January 2006, Istanbul.
243. Clausen J. R. and Meier C.-P. *Did the Bundesbank Follow a Taylor Rule?* // August 5, 2003.
244. CNB Monetary strategy document // [www.cnb.cz/en/c\\_dms.php](http://www.cnb.cz/en/c_dms.php)
245. De Facto Classification of Exchange Rate Regimes and Monetary Policy Framework // IMF // Data as of July 31, 2006.
246. Debelle G *Inflation Targeting in practice* // IMF WP 97/35.
247. Design Issues in the Implementation of Inflation Targets FRBNY *Economic Police Review / august 1997 p.17 – 19.*
248. Dobrislav Dobrev *The Currency Board in Bulgaria: Design, Peculiarities and Management of Foreign Exchange Cover* Bulgarian National Bank, August 1999.
249. Eģert B., Komárek L. *Foreign Exchange Interventions and Interest Rate Policy in the Czech Republic: Hand in Glove?* // CNB working paper series.– 2005. – № 7.
250. Els P., Locarno A., Morgan J. and Villetelle J.-P. *Monetary policy transmission in the euro area: What do aggregate and national structural models tell us?* // ECB Working Paper № 94, December 2001.
251. *Exiting toward greater exchange rate flexibility: why is this a big issue. – IMF презентація.*
252. Friedman M., Schwartz A.J. *Monetary History of the United States, 1867–1960. – Princeton, 1963.*
253. Ganley J. *Surplus Liquidity: Implications for Central Banks* Lecture Series no.3 / Centre for Central Banking Studies Bank of England // [http://www.bankofengland.co.uk/education/ccbs/handbooks\\_lectures.htm](http://www.bankofengland.co.uk/education/ccbs/handbooks_lectures.htm).
254. Georg Rich. *Monetary Policy Without Central Bank Money: A Swiss Perspective* // Swiss National Bank, Zurich.
255. Grey S. *Central Bank management of surplus liquidity / Handbooks in Central Banking Lecture Series no.6. – august 2006* // [http://www.bankofengland.co.uk/education/ccbs/handbooks\\_lectures.htm](http://www.bankofengland.co.uk/education/ccbs/handbooks_lectures.htm).
256. Gulde A.-M. *The Role of the Currency Board in Bulgaria’s Stabilization* // IMF Policy Discussion Paper 99/3 // 1999.
257. Haldane, A. and C. Salmon, *Three Issues on Inflation Targets*, in Andrew Haldane (ed.), *Targeting Inflation*, Bank of England, 1995, pp. 170–201.

258. Hayek F.A. Denationalization of Money. The Argument Refined. An Analysis of the Theory and Practice of Concurrent Currencies. London. – 1975.
259. <http://www.bankofcanada.ca/en/index.html>. Банк Канади.
260. <http://www.bankofengland.co.uk/>. Банк Англії.
261. <http://www.bcentral.cl/esp/>. Центральний банк Чилі.
262. [http://www.federalreserve.gov/pf/pdf/pf\\_2.pdf](http://www.federalreserve.gov/pf/pdf/pf_2.pdf). Monetary policy and the economy. Федеральна резервна система США.
263. <http://www.imf.org>. МВФ.
264. <http://www.rba.gov.au/>. Резервний банк Австралії.
265. <http://www.rbnz.govt.nz/>. Резервний банк Нової Зеландії.
266. <http://www.riksbank.se/eng/>. Ріксбанк – центральний банк Швеції.
267. Hurlin C., Kierzenkowski R. A Theoretical and Empirical Assessment of the Bank Lending Channel and Loan Market Disequilibrium in Poland. – 2002. – № 22 // <http://www.nbp.pl>. Національний банк Польщі.
268. Jurgen von Hagen Monetary Targeting in Germany // University of Bonn, Indiana University, and CEPR // December 1998.
269. Lars E.O. Svensson Exchange rate target or inflation target for Norway? // September 1997.
270. Lucas R. Expectations and the Neutrality of Money // Journal of Economic Theory. – 1972. – № 4. – P. 103–124.
271. Łyziak T. Monetary transmission mechanism in Poland. The strengths and delays // Materiały i Studia Paper 26. – Warsaw – December 2002.
272. Mahadeva L., Sterne G. Monetary Frameworks in a Global Context. Part 1 – Key issues in the choice of monetary policy framework // CCBS Publications/ Bank of England.
273. Marian Micu Inflation Volatility and Policy Rules in Romania // University of Paris I Panthéon Sorbonne December 2000
274. Markiewicz A. Choice of Exchange Rate Regime in Central and Eastern European Countries: An Empirical Analysis // January 2005.
275. Miles MM. Beyond Monetarism. Finding the Road to Stable Money. – N.Y., 1984.
276. Monetary Policy in Hungary. – August 2002 // <http://english.mnb.hu>. Центральний банк Угорщини.
277. Murray Sherwin Strategic Choices in Inflation Targeting: The New Zealand Experience// 2000.
278. National Bank of Poland Opinion of the Monetary Policy Council concerning the draft 2005 Budget Act // Warsaw, September 29, 2004.
279. Nicoletta Batini Edward Nelson Optimal horizons for inflation targeting// Bank of England 2000.
280. Piyabha Kongsamut Philippines: preparation for inflation targeting // IMF WP/01/09, pp. 5–8.



281. Posen A.S. Lessons from the Bundesbank on the Occasion of Its 40th (and Second to Last?) Birthday // Working Paper 97–4. Peterson Institute // 1997.
282. Research Department, Central Bank of Brazil Issues in the Adoption of an Inflation Targeting Framework in Brazil.
283. Roussefs S. Post Keynesian Monetary Economics. – Armonk, 1986.
284. Scott Roger and Mark Stone On Target? The International Experience with Achieving Inflation Targets// IMF WP/05/163 August 2005.
285. Sims C. Macroeconomics and Reality // Econometrica. – 1980. – № 48(1). – P. 1–48.
286. Statement of the BNB Governing Council on the occasion of the tenth anniversary of the introduction of the currency board in Bulgaria, Sofia, 30 June 2007.
287. Sten J.L. Monetarism, Keynesian and Classical Economics. – N.Y., 1982.
288. Stevens, G. and G. Debelle Monetary Policy Goals for Inflation in Australia, Targeting Inflation, Bank of England. 1995, pp. 81–100.
289. Svensson L. E. O. Speech at the conference «Monetary Policy over Fifty Years» in Frankfurt am Main // 21 September 2007.
290. Taylor, J. B. (1993), «Discretion versus Policy Rules in Practice,» Carnegie–Rochester Series on Public Policy 23, 194–214.
291. The CNB’s inflation target from January 2006 // 11 March 2004.
292. Tobin J. Monetary Policy Rules, Targets and Shocks // Journal of Monetary Credit and Banking. – 1984. – XL.
293. Toma R. Exchange Rate Arrangements in Central and Eastern European Countries – Evolutions and Characteristics // MPRA Paper No. 1967 // 01 March 2007.
294. Vittorio Corbo and Klaus Schmidt-Hebbel Inflation targeting in Latin America// Center for Research on Economic Development and Policy Reform of Stanford University, November, 2000.
295. World Economic Outlook Database // <http://www.imf.org>. MBФ.



# ДОДАТКИ



Схематична класифікація основних поглядів представників різних шкіл теорії грошей

Школа	Основна ідея	Ставлення до кількості грошей в обігу, норми відсотка та фінансової політики держави	Ціни та інфляція	Обсяг виробництва та зайнятість	Обмінний валютний курс	Політика в галузі доходів
1	2	3	4	5	6	7
1. Класична політична економія	Ціни вільно коливаються, а економічну рівновагу забезпечує дія сукупності економічних законів	Кількість грошей в обігу залежить від зміни кількості срібла та золота. Норма відсотка визначається співвідношенням попиту та пропозиції на заощадження. Зміна кількості грошей в обігу впливає на ціни та рівень ділової активності	Рівень цін залежить від кількості грошей в обігу, а динаміка цін – від коливань попиту і пропозиції товарів	Пропозиція сама породжує попит (закон Сея). Економіка завжди прагне стану повної зайнятості, що може порушити лише дія «торговельного» циклу. Рівень зайнятості визначається попитом і пропозицією робочої сили	Обмінний курс визначається ціною золота (золотим вмістом грошової одиниці)	Доходи має забезпечити реалізація економічних інтересів
2. Дж. М. Кейнс	Вільні ринкові відносини необхідно підсилувати й регулювати безпосереднім втручанням держави на основі впливу на рівень відсотка, зайнятість і кількість грошей в обігу	Кількість грошей в обігу контролюється державою. Норми відсотка, яка визначається переважаючими ліквідності, не може бути високою, оскільки на основі граничної ефективності капіталу вона визначає обсяг приватних інвестицій	Повне використання виробничих потужностей призводить до підвищення попиту, а потім і до інфляції	Економіка прагне повної зайнятості, але завдання держави полягає в забезпеченні необхідного обсягу сукупного попиту. Зайнятість залежить від сукупного попиту і реальної заробітної плати	Рівень обмінного курсу має бути стабільним і відповідати потребам економіки. Бажаний твердий обмінний курс	Як самостійну проблему не розглядав, можливо, вважаючи вплив профспілок проблемою політичною, а не економічною

Школа	Основна ідея	Ставлення до кількості грошей в обігу, норми відсотка та фінансової політики держави	Ціни та інфляція	Обсяг виробництва та зайнятість	Обмінний валютний курс	Політика в галузі доходів
1	2	3	4	5	6	7
3. Кейнсіанці	Необхідне управління економікою на основі моделей Дж. М. Кейнса	Об'єктом регулювання має бути лише норма відсотка, а не кількість грошей в обігу	Помірна інфляція розглядається як плата за повну зайнятість	Економікою можна управляти тільки на межі її можливостей. Забезпечення повної зайнятості є головним завданням економічної політики	Бажаний стабільний валютний курс	Політика в галузі доходів є головним інструментом контролю за інфляцією
4. Загальна монетаристська теорія	Вільний ринок без обмежень і втручання держави	Кількість грошей в обігу є головним чинником рівня цін. Кількість грошей в обігу слід постійно контролювати, бажано за допомогою встановлення стабільних темпів приросту (правило К-відсотків)	Ціни залежать від кількості грошей в обігу. Контроль за інфляцією є головним завданням економічної політики. Норма відсотка визначається кількістю грошей в обігу та попитом на них і не може бути об'єктом державного регулювання	Під дією «реальних» ринкових сил економіка сама визначить необхідний рівень виробництва та зайнятості	Валютний курс не може бути об'єктом економічної політики держави, а тому визначається співвідношенням попиту і пропозиції на валюту – плаваючий курс (флоатинг). Валютний курс є елементом механізму та впливу грошей на ціни. (останнє положення М. Фрідмена не підтримував)	Не обов'язково, оскільки рівень цін визначається кількістю грошей в обігу. Не бажано, оскільки порушує дію ринкового механізму та викривлює розподіл ресурсів

Школа	Основна ідея	Ставлення до кількості грошей в обігу, норми відсотка та фінансової політики держави	Ціни та інфляція	Обсяг виробництва та зайнятість	Обмінний валютний курс	Політика в галузі доходів
1	2	3	4	5	6	7
4.1. Монетаристи – неокласики	Ціни вільно коливаються. Економічні суб'єкти формують раціональні очікування та діють відповідно до них. Очікування формуються під впливом основних напрямків офіційно оголошеної грошово-кредитної політики	Загальний монетаристський підхід	Усі ціни, в тому числі й заробітчан на плата, швидко пристосовуються до зміни кон'юнктури та грошово-кредитної політики	Обсяг виробництва та рівень зайнятості регулює для ринкових сил	Плаваючий валютний курс, який є одним із багатьох елементів впливу грошей на ціни	Активно виступають проти реалізації будь-якої політики в галузі доходів
4.2. Монетаристи-градуалісти	Ціни вільно коливаються, але не так, як вважають монетаристи-неокласики. Очікування формуються під дією досвіду учасників ринку і мають активний, а не раціональний характер	Загальний монетаристський підхід	Ціни та заробітчан на плата пристосовуються до змін кон'юнктури та грошово-кредитної політики дуже повільно	Основний тягар адаптації економіки до жорсткої грошово-кредитної політики лягає на виробництво та зайнятість, які не завжди можуть змінюватися адекватно до очікувань	Плаваючий валютний курс, який є важливим елементом механізму впливу грошей на ціни	Виступають проти політики в галузі доходів
4.3. Монетаристи-прагматички	Підтримують ідею контролю за грошовою масою в обігу, але вважають, що загальні витрати будуть високими, оскільки заробітна плата реагує на зміни в грошовій політиці дуже повільно	Економічна політика держави не повинна обмежуватися політикою у грошово-кредитній сфері	Спад виробництва негативно впливає на рівень цін і заробітчан плати, стимулюючи інфляційні процеси	Високий обмінний курс є головною причиною спаду виробництва в галузях, що наражаються на значну конкуренцію з боку іноземних фірм	Кероване плавання валютного курсу	Політика в галузі доходів підтримується, оскільки вона має доповнювати грошову політику

Школа	Основна ідея	Ставлення до кількості грошей в обігу, норми відсотка та фінансової політики держави	Ціни та інфляція	Обсяг виробництва та зайнятість	Обмінний валютний курс	Політика в галузі доходів
1	2	3	4	5	6	7
5. Оновлене кейнсіанство	Використовується кейнсіанська модель, але разом з тим висуваються завдання щодо контролю за грошовою масою	Кількість грошей в обігу – це один із елементів у системі ліквідних засобів, який не можна ігнорувати. Однак розв'язання питань грошового регулювання не може бути головною метою економічної політики держави	Контроль за інфляцією має бути одним із завдань економічної політики держави	Високий рівень виробництва та зайнятості – головні завдання економічного регулювання, які може бути реалізовано шляхом фінансової та грошової політики. Державна підтримка виробника шляхом субсидій	Кероване плавання валютного курсу в межах валютного коридору	Політика в галузі доходів підтримується, оскільки її вважають головним засобом контролю за інфляцією
6. Анти-монетаристи	Основні постулати монетаризму заперечують	Контролювати необхідно не обсяг грошової маси, а ліквідність шляхом управління нормою відсотка	Контроль за інфляцією має бути головним завданням економічної політики	Високий рівень виробництва та зайнятості має забезпечувати держава шляхом безпосереднього регулювання економічних процесів	Оскільки кількість грошей в обігу не впливає на економічні процеси, то сильні взагалі не розглядають валютну політику. Однак, усвідомлюючи небезпеку можливої в разі цього дестабілізації через переміщення капіталу, підтримують політику плаваючого валютного курсу	Політика в галузі доходів є головним елементом системи антиінфляційних заходів



Школа	Основна ідея	Ставлення до кількості грошей в обігу, норми відсотка та фінансової політики держави	Ціни та інфляція	Обсяг виробництва та зайнятість	Обмінний валютний курс	Політика в галузі доходів
1	2	3	4	5	6	7
7. Ф. А. Хайек	Запровадження кон- куруючих грошових одиниць на основі денационалізації грошей	Кількість грошей в обігу не контро- люється держа- вою, відсоткову ставку визначає ринок	Ціни, особливо на сировинні товари, мають бути стабільни- ми, інфляції немає	Обсяг виробництва визначають підприєм- ці, а рівень зайнятості має бути високим	Визначається конкурентною валют	Фіксація доходів робітників, зрос- тання доходів багатих верств населення
8. Дж. Сорос	Запобігання кризі міжнародної фінансо- вої системи	Контроль з боку урядів окремих країн, а також недержавних ор- ганів монетарного регулювання, особливо за обся- гами міжнародних кредитів	Ціни визнача- ються ринком, а інфляція через монетарні показ- ники керується державою	Монетаристський підхід	Плаваючий, але під постійним контролем націо- нальних урядів і наднаціональних інститутів	Підвищення рівня доходів через підприєм- ництво

## Календар подій

### 1991 рік

#### **Березень**

Прийняття Верховною Радою України Закону «Про банки і банківську діяльність», відповідно до якого на базі Української республіканської контори Держбанку СРСР утворено Національний банк України. Затвердження Верховною Радою України Статуту НБУ.

#### **Серпень**

Встановлення мінімального розміру статутного фонду для новостворюваних комерційних банків у сумі 5 млн. руб., для кооперативних – 500 тис. руб. Введення в готівковий обіг купонів одноразового використання.

#### **Жовтень**

Перереєстрація створених на території України комерційних банків, що були зареєстровані колишнім Держбанком СРСР.

### 1992 рік

#### **Січень**

Введення в готівковий обіг купона багаторазового використання.

#### **Квітень**

Затвердження складу Правління та структури Національного банку України.

#### **Травень**

Встановлення мінімального розміру статутного фонду для новостворюваних комерційних банків у розмірі 50 млн. укр. крб. Завершення формування статутного фонду Національного банку України.

#### **Липень**

Перехід на розрахунки із центральними банками держав СНД через кореспондентські рахунки.

#### **Серпень**

Створення Валютної біржі Національного банку України.

#### **Вересень**

Прийняття України до Міжнародного валютного фонду та Світового банку.

### **Жовтень**

Вступ України до Європейського банку реконструкції та розвитку.

### **Листопад**

Введення в безготівковий обіг українського карбованця і вихід України зі складу держав, які використовували рубль як платіжний засіб. Започатковано встановлення офіційного курсу українського карбованця щодо рубля і валют інших держав.

### **Грудень**

Встановлення мінімального розміру статутного фонду для новостворюваних комерційних банків у сумі 500 млн. укр. крб.

## **1993 рік**

### **Лютий**

Урядом України прийнято Декрет «Про систему валютного регулювання і валютного контролю», згідно з яким Національний банк України визначено головним валютним органом держави. Перший випуск «Бюлетеня НБУ». Встановлення обов'язкового продажу 50% валютних надходжень, з них 20% – в Офіційний валютний резерв НБУ, 80% – через Міжвідомчий комітет з питань визначення пріоритетів використання валютних надходжень. Започатковано обов'язкові економічні нормативи для комерційних банків.

### **Червень**

Введення нового порядку касового обслуговування державного бюджету. Створення: Центральної розрахункової палати НБУ; Центру міждержавних розрахунків НБУ; Національної платіжної ради при НБУ. Введення механізму ліцензування суб'єктів господарювання щодо здійснення торгівлі та надання послуг з оплатою в іноземній валюті.

### **Липень**

Реформування Валютної біржі Національного банку України в Українську міжбанківську валютну біржу.

### **Серпень**

Встановлення мінімального статутного фонду для новостворюваних комерційних банків у сумі 2 млрд. укр. крб., а з правом одержання ліцензії на проведення операцій з іноземною валютою – 4 млрд. укр. крб. Підключення Національного банку України до міжнародної банківської мережі S.W.I.F.T. Розпочато надання ліцензій підприємствам та організаціям на здійснення торгівлі та надання послуг за іноземну валюту.

## **Жовтень**

Перший випуск журналу «Вісник НБУ».

## **Листопад**

Запровадження системи електронної пошти.

# **1994 рік**

## **Січень**

Встановлення порядку надання індивідуальних ліцензій Національного банку України на здійснення інвестицій за межі України. Запровадження валютних аукціонів НБУ для визначення курсу українського карбованця до іноземних валют.

## **Лютий**

Визначення порядку видачі ліцензій Національного банку України на створення комерційних банків за участю іноземного капіталу. Введення нового порядку формування комерційними банками обов'язкових резервів, при якому, на відміну від раніше діючого окремого рахунку, резерви враховуються на кореспондентських рахунках комерційних банків у Національному банку України. Визначення взаємовідносин Національного банку України з кредитними спілками з питань кредитування та розрахунків.

## **Березень**

Підвищення плати за довгостроковими кредитами під програми конверсії з 30 до 120% річних і встановлення маржі не більше 5 пунктів. Запровадження валютних аукціонів Національного банку України для визначення курсу українського карбованця до іноземних валют у зв'язку з припиненням роботи Української міжбанківської валютної біржі. Введення в дію виробничих потужностей Банкнотної фабрики Національного банку України. Створення Банківської академії підвищення кваліфікації банківських працівників.

## **Квітень**

Запровадження практики щоденного складання зведених балансів Національного банку України та банківської системи в цілому.

## **Травень**

Розроблення проекту Платіжної системи України в рамках Інституційної позики Світового банку. Встановлення вимог до комерційних банків щодо заміни майнових внесків акціонерів у статутні фонди на грошові. Затвердження Положення про Офіційний валютний резерв Національного банку України та Порядку викупу валютних коштів в Офіційний валютний резерв. Створення Концепції побудови грошово-банківської статисти-

ки та статистики платіжного балансу. Започаткування кредитних аукціонів НБУ. Встановлення обмеження процентних ставок за кредитами комерційних банків на рівні не більше 250% річних. Затвердження «Тимчасових правил організації статистичної звітності в банківській системі України». Створення Концепції про періодичні видання Національного банку України. Лібералізація кредитного ринку шляхом створення рівних умов доступу для всіх комерційних банків до кредитних аукціонів НБУ.

### **Червень**

Встановлення показника загальної ліквідності комерційних банків на рівні не вище 1.0.

### **Липень**

Розпочато роботу Кримської валютної біржі. Затвердження Положення про Державну скарбницю Національного банку України.

### **Серпень**

Вперше облікова процентна ставка НБУ встановлена на позитивному рівні – 140% річних.

### **Вересень**

Проведення заліку взаємної заборгованості підприємств та організацій України з оформленням непогашеної заборгованості вексями.

### **Жовтень**

Створення Банкотно-монетного двору Національного банку України на базі Банкотної фабрики та інших допоміжних структурних підрозділів. Розпочато обов'язковий продаж 40% валютних надходжень на міжбанківському валютному ринку України. Відміна фіксованого та запровадження уніфікованого курсу українського карбованця до іноземних валют. Припинення валютних аукціонів Національного банку України та відновлення торгів на Українській міжбанківській валютній біржі. Лібералізація валютного ринку шляхом зняття обмежень за контрактами на валютних біржових торгах. Введення на міжбанківському ринку торгівлі іноземними валютами другої групи класифікатора валют Національного банку України (валюти з обмеженою конвертацією). Запровадження механізму нарахування, обліку, сплати та стягнення процентів за наданими кредитами і відображення їх на рахунках бухгалтерського обліку в установах банку окремо від заборгованості за кредитами. Введення «заморожування» обсягів рефінансування та кредитів, що надаються комерційними банками. Встановлення облікової процентної ставки НБУ на рівні 300% річних. Відміна Національним банком України обмежень щодо рівня процентів за кредити, які надаються комерційними банками. Запровадження вимог щодо додаткового накопичення на кореспондентських рахунках коштів у

розмірі не менше 20% від сум простроченої та пролонгованої заборгованості за позичками (крім обов'язкових резервів).

### **Листопад**

Припинення надання ліцензій Національного банку України на здійснення торгівлі та надання послуг з оплатою в іноземній валюті.

## **1995 рік**

### **Січень**

Започаткування аукціонів НБУ з продажу готівкових валютних коштів.

### **Лютий**

Прийняття порядку ведення касових операцій у народному господарстві України. Запровадження класичного механізму обслуговування дефіциту державного бюджету через державні цінні папери. Застосування невідкладних заходів щодо фінансового оздоровлення комерційних банків та відновлення їх ліквідності і платоспроможності.

### **Березень**

Встановлення порядку надання кредитів селянським (фермерським) господарствам. Прийняття Положення про умови зберігання, обліку та погашення приватизаційних майнових сертифікатів у паперовій формі в установах банківської системи.

### **Травень**

Подальша лібералізація валютного ринку України шляхом здійснення обов'язкового продажу валютних надходжень (40%) та вільних валютних коштів резидентів України як через Українську міжбанківську валютну біржу (УМВБ), так і безпосередньо через уповноважені банки на міжбанківському валютному ринку України. Введення в обіг першої ювілейної монети України, присвяченої 50-річчю Перемоги у Великій Вітчизняній війні. Припинення реєстрації раніше наданих індивідуальних ліцензій на використання готівкової іноземної валюти як засобу платежу на території України.

### **Червень**

Введення коригування суми обов'язкових резервів комерційних банків за рахунок кредитних ресурсів, які направлені на кредитування інвестиційних програм. Затвердження Інструкції про організацію роботи установ банків України з готівковим обігом та прийняття порядку організації розрахунково-касового обслуговування комерційними банками клієнтів і взаємовідносин з цього питання між установами НБУ та комерційними банками. Встановлення розміру, порядку формування та використання

страхового фонду комерційних банків. Заборонено дію пересувних пунктів обміну іноземної валюти. Встановлення для всіх комерційних банків нових обов'язкових економічних нормативів, зокрема мінімальний розмір статутного фонду новостворюваного банку повинен бути еквівалентний 3 млн. ЕКЮ.

### **Серпень**

Припинено використання готівкової іноземної валюти як засобу платежу на території України. Припинення викупу 10% обов'язкового продажу валютних надходжень на користь резидентів України. Введення Порядку відкриття та функціонування анонімних валютних рахунків фізичних осіб (резидентів і нерезидентів).

### **Вересень**

Затвердження Порядку роботи обмінних пунктів уповноважених банків з одночасним виконанням функцій приписної каси. Дозволено уповноваженим банкам купувати безготівкову іноземну валюту на міжбанківському валютному ринку під реалізацію готівки в обмінних пунктах та навпаки з дотриманням ліміту відкритої валютної позиції. Прийняття Порядку надання ліцензій Національного банку України на право здійснення комерційними банками операцій з валютними цінностями. Затвердження Положення про порядок надання резидентам України індивідуальних ліцензій на одержання кредитів в іноземній валюті від іноземних кредиторів. Прийняття Положення про кредитування. Введення Тимчасового положення про порядок рефінансування Національним банком України комерційних банків під забезпечення державних цінних паперів.

### **Жовтень**

Заборонено дію пунктів обміну іноземної валюти, не обладнаних комп'ютерною технікою або електронними контрольно-касовими апаратами.

### **Листопад**

Прийняття Порядку формування обов'язкових резервів комерційних банків.

### **Грудень**

Відкриття пунктів Державної скарбниці для закупівлі у населення, підприємств і організацій дорогоцінних металів і каменів. Введення в дію Положення про порядок надання індивідуальних ліцензій на відкриття резидентами рахунків в іноземних банках. Запровадження вторинного ринку державних цінних паперів на біржовій основі.

## 1996 рік

### **Січень**

Введення в систему електронних платежів мультивалютного режиму.

### **Березень**

Започатковано випуск додатка до бюлетеня НБУ «Платіжний баланс України». Перше опублікування даних грошово-кредитної статистики та статистики платіжного балансу України в збірнику МВФ «Міжнародна фінансова статистика». Затверджені «Правила організації бухгалтерської та статистичної звітності в банках України».

### **Липень**

Створення автоматизованого Депозитарію державних цінних паперів НБУ.

### **Вересень**

Здійснення грошової реформи з введенням в обіг національної валюти – гривні.

### **Жовтень**

Створення Ради з питань оперативного регулювання грошово-кредитного ринку.

### **Листопад**

Започатковано резервування коштів в іноземній валюті у розмірі 5%.

### **Грудень**

Підвищення норми резервування коштів в іноземній валюті у розмірі 7%.

## 1997 рік

### **Січень**

Започаткування Державною скарбницею операцій з розміщення дорогоцінних металів на «металевих рахунках» у провідних зарубіжних банках. Підвищення норми обов'язкових резервів з 7 до 9% відносно валютних депозитів до запитання.

### **Лютий**

Впровадження пластикових карток міжнародних платіжних систем у розрахунках за товари, надані послуги та при видачі готівки. Введення першого пускового комплексу Фабрики банкнотного паперу в м. Малині.



### **Березень**

Запровадження нового механізму регулювання ліквідності банківської системи через купівлю-продаж державних цінних паперів (операції РЕПО). Зниження облікової процентної ставки НБУ до 25% річних.

### **Квітень**

Встановлення єдиної норми обов'язкових резервів 11% від суми залучених коштів. Започаткування здійснення операцій з дорогоцінними металами комерційними банками для ефективнішого формування золотовалютного резерву.

### **Травень**

Скасування процедури ліцензування при отриманні резидентами від нерезидентів кредитів в іноземній валюті. Зниження облікової процентної ставки НБУ до 21% річних. Вступ НБУ до Банку міжнародних розрахунків як повноправного учасника.

### **Червень**

Створення Центрального міжбанківського процесингового центру для виконання інформаційного обслуговування банківських установ.

### **Липень**

Скасування обов'язкового продажу 50% валютних надходжень на користь резидентів. Затвердження попереднього варіанту нового Плану рахунків комерційних банків для підготовки до переходу з 01.01.1998 року на бухгалтерський облік за МСБО. Придбання програмного продукту VISA Int. для Центрального міжбанківського процесингового центру.

### **Серпень**

Затвердження попереднього варіанта нового Плану рахунків НБУ для підготовки до переходу з 01.01.1998 року на бухгалтерський облік за МСБО.

### **Вересень**

Введення в обіг банкнот номіналом 1, 2, 20 гривень (1995 р.) та 5, 10 гривень (1994 р.) з новим дизайном та фіксованим водяним знаком. Введення в дію Фабрики банкнотного паперу в м. Малині.

### **Жовтень**

Постановою Верховної Ради України від 22 жовтня 1997 року прийнятий у першому читанні Проект Закону України «Про Національний банк України».

### **Листопад**

Затвердження Планів рахунків бухгалтерського обліку Національного банку України та комерційних банків, інструкції та типових перехідних

таблиць про їх застосування. Введення паралельного (експериментально-го) складання фінансових звітів з використанням нового Плану рахунків.

## 1998 рік

### Лютий

Підвищення облікової ставки НБУ з 35 до 44% річних.

### Березень

Укладення Угоди між НБУ та Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку України про розподіл повноважень щодо регулювання діяльності комерційних банків на ринку цінних паперів. Зниження облікової ставки НБУ до 41% річних.

### Травень

Проведення Щорічних зборів Ради керуючих Європейського банку реконструкції та розвитку в м. Києві. Підвищення облікової ставки НБУ до 51% річних.

### Липень

Введення заборони уповноваженим банкам на відкриття анонімних валютних рахунків фізичним особам. Підвищення облікової ставки НБУ до 82% річних.

### Серпень

Створення музею грошей Національного банку України.

### Вересень

Введення в дію Положення про порядок створення і реєстрації комерційних банків (у новій редакції). Введення в обіг банкноти номіналом 5 гривень зразка 1997 року. Встановлення нового валютного коридору для української гривні у межах 2,5–3,5 грн./дол. США замість попереднього, який було оголошено на 1998 рік у межах 1,8–2,25 грн./дол. США. Підвищення норми обов'язкових резервів з 15 до 16,5 відсотків. Здійснення конверсії ОВДП випуску 1997 та 1998 років на добровільних засадах. Впровадження додаткових заходів щодо стабілізації валютного ринку України: норму обов'язкового продажу експортної виручки комерційними банками встановлено на рівні 50%; розмір маржі при проведенні операцій з обміну валюти комерційними банками знижено з 10 до 5%; розмір комісії за валютними операціями на Українській валютній біржі зменшено з 0,15 до 0,05% від вартості операцій; заборонено надавати кредити та фінансові гарантії комерційним банкам з недостатнім рівнем резервів; усі безготівкові операції між банками щодо продажу та купівлі твердої валю-

ти на міжбанківському ринку заборонено; ці операції мають здійснюватися тільки на валютних біржах.

### **Жовтень**

З 5 жовтня заборонено відкриття кореспондентських рахунків «НОСТРО» у вільноконвертованій валюті I групи Класифікатора валют у країнах, засобом платежу яких є іноземна валюта інших груп Класифікатора, та в офшорних зонах. А по діючих рахунках «НОСТРО» в 30-денний термін перевести залишки до іноземних банків з рейтинговою оцінкою не нижче «А». З 5 по 6 жовтня проведено взаємозалік заборгованостей за міжбанківськими кредитами, депозитами та кредитами, наданими під гарантії банків-резидентів і нерезидентів. З 29 жовтня припинено залучення коштів комерційних банків на депозитні рахунки НБУ.

### **Листопад**

Відміна щоденного і встановлення подекадного контролю за формуванням обов'язкових резервів комерційними банками. Заснування часопису «Українська нумізMATика і боністика». Впровадження кодованих рахунків фізичних осіб. Відкриття єдиної Сторінки Національного банку України у міжнародній комп'ютерній мережі INTERNET. Установлення тимчасового порядку кредитування в іноземній валюті резидентів-експортерів.

### **Грудень**

Підписання Угоди між Національним банком України та Національним банком Грузії про організацію міжбанківських розрахунків. Зниження облікової ставки НБУ до 60% річних.

## **1999 рік**

### **Січень**

Встановлення Національним банком України обмінного курсу гривні до ЄВРО. Зниження норми обов'язкових резервів комерційних банків з 16,5 до 15%. Проведено реорганізацію банківського нагляду Національного банку України.

### **Лютий**

Встановлення нового валютного коридору для української гривні у межах 3,4–4,6 грн./дол. США замість попереднього, який було оголошено у вересні 1998 року в межах 2,5–3,5 грн./дол. США. Підвищення норми обов'язкових резервів комерційних банків з 15 до 17%.

### **Березень**

З 24 березня змінений порядок операцій на міжбанківському валютному ринку України з купівлі-продажу готівкової іноземної валюти. Тепер

суб'єкти міжбанківського валютного ринку України здійснюють операції з купівлі-продажу готівкової іноземної валюти за вільним договірним курсом купівлі та продажу за кожною операцією без обмеження розміру маржі між курсами купівлі та продажу і комісійної винагороди.

З 19 березня змінений порядок визначення офіційного курсу гривні до іноземних валют. Офіційний курс гривні до іноземних валют встановлюється на основі операції купівлі-продажу іноземної валюти на міжбанківському валютному ринку України. Скасовано обмеження щодо суми одноразового продажу (купівлі) готівкової іноземної валюти. Уповноважені банки та уповноважені кредитно-фінансові установи самостійно встановлюють курси купівлі-продажу готівкової іноземної валюти, дотримуючись різниці між курсами купівлі та продажу не більше ніж 10%, які розраховані на підставі офіційного курсу Національного банку України.

### **Квітень**

Зниження облікової ставки НБУ до 50% річних, ломбардної – до 55% річних.

### **Травень**

Прийняття Закону України «Про Національний банк України». Відкриття англомовної версії Сторінки Національного банку України в міжнародній комп'ютерній мережі INTERNET. Затвердження Положення щодо організації діяльності комерційних банків на ринку цінних паперів. Затвердження Положення про операції банків з векселями. Зниження облікової ставки НБУ до 45% річних, ломбардної – до 50% річних.

### **Червень**

Скасування обмеження на попередню (авансову) оплату за імпортними договорами.

### **Липень**

Затвердження Правил реєстрації прямих кореспондентських рахунків Національним банком України. Збільшення норми обов'язкових резервів до 17%.

### **Серпень**

Перегляд розрахунку економічних нормативів комерційних банків. Затвердження Правил бухгалтерського обліку операцій Національного банку України зі строковими депозитами в іноземній валюті. Вилучення російського рубля з валютних резервів. Затвердження Інструкцій з бухгалтерського обліку депозитних операцій установ комерційних банків України та з бухгалтерського обліку запасів товарно-матеріальних цінностей комерційних банків України. Затвердження Положення про Фабрику банкнотного паперу м. Малин.

## **Вересень**

Введення в дію нової редакції Положення формування обов'язкових резервів. Створення Навчального центру Національного банку України.

## **Жовтень**

Затвердження Положення про депозитний сертифікат Національного банку України.

## **Грудень**

Звільнення з поста Голови Національного банку України Ющенка Віктора Андрійовича у зв'язку з призначенням його Прем'єр-міністром України.

З 28 грудня введенні значення лімітів відкритої валютної позиції банку: ліміт загальної відкритої валютної позиції банку – не більше 35%; ліміт довгої відкритої валютної позиції банку у вільно конвертованій валюті – не більше 30%; ліміт короткої відкритої валютної позиції банку у вільно конвертованій валюті – не більше 5%; ліміт довгої (короткої) відкритої валютної позиції банку у неконвертованій валюті – не більше 3%; ліміт довгої (короткої) відкритої валютної позиції банку в усіх банківських металах – не більше 2%.

## **2000 рік**

### **Січень**

Призначення Верховною Радою України Головою Національного банку України Стельмаха Володимира Семеновича.

Затвердження: Положення про Центральну розрахункову палату Національного банку України; Положення про порядок реєстрації договорів, які передбачають виконання резидентами боргових зобов'язань перед нерезидентами за залученими від нерезидентів кредитами, позиками в іноземній валюті; Положення про порядок розрахунку резерву на відшкодування можливих збитків банків від операцій з цінними паперами; Правил резервування та відновлення функціонування системи електронних платежів Національного банку України в разі порушення її роботи або виникнення надзвичайних ситуацій; змін до Положення про застосування Національним банком України заходів впливу до комерційних банків за порушення банківського законодавства з метою удосконалення системи заходів впливу; змін до Інструкції № 7 «Про безготівкові розрахунки в господарському обороті України» у зв'язку з передаванням обслуговування позабюджетних коштів установам і організаціям, які утримуються за рахунок коштів державного бюджету, виключно органам Державного казначейства.

## **Лютий**

Зниження: облікової ставки НБУ з 1 лютого з 45% до 35% річних; норми обов'язкових резервів з 17% до 16%. Затвердження: Положення про валютний контроль; Положення про Банкотно-монетний двір Національного банку України; Положення про порядок встановлення офіційних (облікових) курсів банківських металів; Положення про порядок проведення конкурсів (тендерів) на укладення договорів у Національному банку України; Положення про Державну скарбницю України. Введення в дію Інструкції про міжбанківські розрахунки в Україні. Прийняття у першому читанні Закону України «Про реструктуризацію боргових зобов'язань». Створення Координаційної групи з питань запобігання корупції, виявлення та припинення її проявів, усунення наслідків корупційних діянь у системі Національного банку України.

## **Березень**

Відповідно до Закону України «Про Національний банк України» сформовано нове Правління Національного банку України.

Затвердження: Положення про депозитний сертифікат Національного банку України; Положення про порядок здійснення установами банківської системи операцій на ринку облігацій внутрішньої державної позики. Зниження облікової ставки НБУ з 24 березня до 32% річних.

## **Квітень**

Зниження: облікової ставки НБУ з 10 квітня з 32% до 29% річних; норми обов'язкових резервів з 16% до 15%.

Затвердження: Положення про порядок накладення штрафів на керівників банків та інших фінансово-кредитних установ у разі невиконання ними законних вимог Національного банку України щодо усунення порушень банківського законодавства, нормативно-правових актів Національного банку України; Положення про застосування іноземної валюти у страховій діяльності; Тимчасового положення про Національну систему масових електронних платежів; Положення про порядок відкриття приватизаційних депозитних рахунків за житловими чеками та здійснення з них платежів; Положення про порядок здійснення установами банківської системи операцій на ринку облігацій внутрішньої державної позики.

Внесення змін до: Інструкції про відкриття банками рахунків у національній та іноземній валюті з метою вдосконалення роботи комерційних банків щодо відкриття та ведення рахунків; Інструкції про порядок регулювання та аналіз діяльності комерційних банків.

## **Травень**

Прийняття Положення про застосування Національним банком України до банків та інших фінансово-кредитних установ заходів впливу за по-

рушення банківського законодавства. Внесення змін до Інструкції про порядок регулювання та аналіз діяльності комерційних банків.

### **Червень**

Затвердження: Положення про порядок формування і використання Національним банком України резерву на відшкодування можливих втрат за заборгованістю комерційних банків та Уряду України; Положення про проведення аукціону з розміщення облігацій внутрішньої державної позики за попередніми та остаточними заявками й умовами. Інструкції з бухгалтерського обліку операцій комерційних банків з векселями.

Внесення змін до Правил здійснення операцій на міжбанківському валютному ринку України.

### **Липень**

Затвердження Положення про порядок формування та використання резерву для відшкодування можливих втрат за кредитними операціями банків. Внесення змін в Інструкцію про порядок здійснення контролю і отримання ліцензії за експортними, імпортними та лізинговими операціями.

### **Серпень**

Внесення змін до: Порядку встановлення і використання офіційного обмінного курсу гривні до іноземних валют. Порядку організації розрахунково-касового обслуговування комерційними банками клієнтів і взаємовідносин з цього питання між установами Національного банку України та комерційними банками. Зниження облікової ставки НБУ з 15 серпня з 29% до 27% річних.

### **Вересень**

Затвердження змін до Положення про порядок емісії платіжних карток і здійснення операцій з їх застосуванням. Впровадження пілотного проекту Національної системи масових електронних платежів. Введення в дію Положення про основні принципи управління золотовалютним резервом Національного банку України.

### **Жовтень**

Прийняття Методичних рекомендацій про порядок реорганізації, реструктуризації комерційних банків. Введення додаткових вимог до уповноважених банків щодо нормативів капіталу та ліквідності. Реорганізація банківського нагляду. Внесення змін до Інструкції про порядок здійснення контролю і отримання ліцензій за експортними, імпортними та лізинговими операціями.

### **Листопад**

Затвердження: Інструкції про організацію виготовлення, випуск в обіг і реалізацію пам'ятних та ювілейних монет України. Положення про по-

рядок надання фізичним особам – резидентам України індивідуальних ліцензій на відкриття рахунків за межами України та розміщення на них валютних цінностей. Положення про порядок надання індивідуальних ліцензій на використання іноземної валюти на території України як засобу платежу членами ІАТА та агентами авіапідприємств – членів ІАТА. Внесення змін до: Правил здійснення операцій на міжбанківському валютному ринку України. Положення про порядок розрахунку резерву на відшкодування можливих збитків банків від операцій з цінними паперами.

### **Грудень**

Затвердження: Положення про механізм рефінансування комерційних банків України. Затвердження Положення про порядок здійснення операцій з чеками в іноземній валюті на території України. Внесення змін до Правил бухгалтерського обліку уповноваженими банками України обмінних операцій в іноземній валюті та банківських металах.

## **2001 рік**

### **Січень**

Затвердження: Положення про порядок відшкодування Фондом гарантування вкладів фізичних осіб коштів вкладникам банків у разі їх ліквідації. Правил здійснення переказів іноземної валюти за межі України за дорученням фізичних осіб та одержання фізичними особами в Україні переказаної їм із-за кордону іноземної валюти.

Внесення змін до: Правил організації фінансової та статистичної звітності банків України (доповнення № 24). Положення про порядок бухгалтерського та депозитарного обліку, розміщення, обігу, сплати відсотків та погашення облігацій внутрішньої державної позики в банківських установах. Порядку надання уповноваженим банкам індивідуальних ліцензій на вивезення банкнот іноземних держав і спеціальних дозволів на ввезення банкнот іноземних держав та бланків чеків. Правил здійснення операцій на міжбанківському валютному ринку України.

Введення з 16 січня диференційованих ставок норми обов'язкового резервування (від 15 до 11%) залежно від строку залучення депозитів.

### **Лютий**

Затвердження: Правил організації розрахунково-касового обслуговування комерційними банками клієнтів і взаємовідносин з цього питання між територіальними управліннями Національного банку України та комерційними банками в національній валюті. Інструкції про організацію роботи з готівкового обігу установами банків України. Положення про ведення касових операцій у національній валюті в Україні.



Внесення змін до: Інструкції про міжбанківські розрахунки в Україні. Положення про порядок створення і реєстрації комерційних банків.

### **Березень**

Затвердження Положення про порядок повернення установами комерційних банків та територіальними управліннями Національного банку України розрахункових документів щодо заборгованості, яка обліковується ними згідно з чинним законодавством.

Скасування: кодованих рахунків фізичних осіб (резидентів і нерезидентів) у іноземній валюті та національній валюті України; ведення Національним банком України зведеного електронного реєстру власників рахунків.

Зниження облікової ставки Національного банку України з 10 березня з 27 до 25% річних.

### **Квітень**

Прийняття Закону України «Про обіг векселів в Україні».

Зниження облікової ставки Національного банку України з 7 квітня з 25 до 21% річних.

Затвердження Тимчасового положення про визначення Національним банком України процентних ставок за своїми операціями.

### **Травень**

Затвердження Положення про порядок здійснення Національним банком України з банками операцій репо.

Внесення змін до Положення про порядок реєстрації договорів, які передбачають виконання резидентами боргових зобов'язань перед нерезидентами за залученими від нерезидентів кредитами, позиками в іноземній валюті.

### **Червень**

Зниження облікової ставки Національного банку України з 11 червня з 21 до 19% річних.

Затвердження Положення про порядок формування обов'язкових резервів для банків України.

Створення єдиної інформаційної системи обліку позичальників (боржників).

Внесення змін до Положення про автоматизовану інформаційну систему банківського нагляду «Досьє банку».

### **Липень**

Затвердження: Правил проведення перевірок пунктів обміну іноземної валюти на території України. Положення про порядок видачі банкам банківських ліцензій, письмових дозволів та ліцензій на виконання окремих операцій. Затвердження Правил надання фізичним і юридичним особам-резидентам (крім уповноважених банків України) і нерезидентам індиві-

дуальних ліцензій та спеціальних дозволів на переміщення валюти України, іноземної валюти, платіжних документів (іменних, дорожніх чеків), банківських металів через митний кордон України.

Внесення змін до: Положення про механізм рефінансування комерційних банків України. Правил організації фінансової та статистичної звітності банків України (доповнення № 25, 26).

### **Серпень**

Зниження облікової ставки Національного банку України з 9 серпня з 19 до 17% річних.

Затвердження: Інструкції з організації емісійно-касової роботи в територіальних управліннях Національного банку України. Положення про порядок формування та використання банками резервного фонду. Правил реєстрації кореспондентських рахунків банків Національним банком України. Положення про порядок видачі ліцензії на здійснення окремих банківських операцій небанківськими установами. Положення про порядок емісії платіжних карток і здійснення операцій з їх застосуванням. Інструкції про порядок регулювання діяльності банків в Україні. Положення про порядок створення і державної реєстрації банків, відкриття їх філій, представництв, відділень. Положення про порядок створення і державної реєстрації банківських об'єднань. Положення про застосування Національним банком України заходів впливу за порушення банківського законодавства.

Внесення змін до: Інструкції про безготівкові розрахунки в Україні в національній валюті. Інструкції про організацію роботи з готівкового обігу установами банків України. Положення про ведення касових операцій у національній валюті України. Інструкції № 1 з організації емісійно-касової роботи в установах банків України. Правил використання готівкової іноземної валюти на території України. Тимчасового положення про Національну систему масових електронних платежів.

### **Вересень**

Зниження облікової ставки Національного банку України з 10 вересня з 17 до 15% річних.

Затвердження: Правил бухгалтерського обліку операцій з дорогоцінними та банківськими металами, що здійснюються установами Національного банку України. Положення про розрахункові палати для пред'явлення векселів до платежу.

Внесення змін до Положення про механізм рефінансування комерційних банків України.

### **Жовтень**

Затвердження: Положення про примусове списання (стягнення) та договірне списання коштів в іноземній валюті з рахунків платників (крім банків) на території України. Інструкції про консолідацію фінансової звіт-

ності банків України. Положення про формування коригуючих проводок, що здійснюються банками України.

Внесення змін до: Правил здійснення операцій на міжбанківському валютному ринку України. Положення про порядок здійснення операцій з чеками в іноземній валюті на території України. Положення про порядок відшкодування Фондом гарантування вкладів фізичних осіб коштів вкладникам банків у разі їх ліквідації. Положення про ведення касових операцій у національній валюті в Україні. Правил здійснення переказів іноземної валюти за межі України за дорученнями фізичних осіб та одержання фізичними особами в Україні переказаної із-за кордону іноземної валюти.

### **Листопад**

Переоформлення рахунків клієнтів, відкритих у національних валютах країн – членів Європейського валютного союзу.

Внесення змін до Положення про спеціальний режим ліцензування Міністерства фінансів України.

### **Грудень**

Зниження з 10 грудня: диференційованих ставок норми обов'язкового резервування (від 14 до 6%) залежно від строку залучення депозитів; облікової ставки Національного банку України з 15 до 12,5% річних.

Затвердження: Правил бухгалтерського обліку банками України операцій з чеками в іноземній валюті. Тимчасового положення про здійснення обміну національних валют країн – членів Європейського валютного союзу на євро.

Внесення змін до: Положення про організацію внутрішнього аудиту в комерційних банках України. Інструкції про порядок відкриття та використання рахунків у національній та іноземній валюті.

## **2002 рік**

### **Січень**

Затвердження: Тимчасового положення про порядок надання банками інформації про значні та/або сумнівні операції. Положення про порядок подання до Національного банку України аудиторського звіту та висновку за результатами перевірки річної фінансової звітності банку. Положення про порядок створення дочірнього банку, філії і представництва українського банку на території інших держав, особливості їх закриття та здійснення нагляду. Інструкції про порядок відкриття, використання та закриття поточних рахунків виборчих фондів та про внесення змін до Інструкції про порядок відкриття та використання рахунків у національній та іноземній валюті.

Внесення змін до: Положення про порядок створення і державної реєстрації банків, відкриття їх філій, представництв, відділень. Інструкції про порядок регулювання діяльності банків в Україні.

Створення резервів під активи, що обліковуються на балансі Національного банку України.

### **Лютий**

Затвердження: Положення про депозитарну діяльність Національного банку України. Положення про механізми рефінансування банків України.

Схвалення Положення про порядок формування резервів Національного банку України на покриття фінансових ризиків, пов'язаних із виконанням його функцій.

Зниження диференційованих ставок нормативів обов'язкового резервування залежно від строку та виду залучених коштів у національній валюті (від 6% до 2%).

Внесення змін до Інструкції про складання річної фінансової звітності Національного банку України.

### **Березень**

Зниження облікової ставки Національного банку України з 11 березня з 12 до 11,5% річних.

### **Квітень**

Зниження: облікової ставки Національного банку України з 4 квітня з 11,5 до 10% річних; диференційованих ставок нормативів обов'язкового резервування залежно від строку та виду залучених коштів у національній валюті (від 6% до 0%).

Затвердження порядку погодження територіальними управліннями Національного банку України статутів або змін до статутів кредитних спілок з питань кредитування та розрахунків.

Внесення змін до Інструкції № 1 з організації емісійно-касової роботи в установах банків України.

Схвалення Методики рекомендацій з питань розроблення банками України програм з метою протидії легалізації (відмиванню) грошей, отриманих злочинним шляхом.

### **Травень**

Схвалення Положення про порядок визначення рейтингових оцінок за рейтинговою системою CAMELS.

Внесення змін до: Положення про умови зберігання, обліку та погашення приватизаційних майнових сертифікатів у паперовій формі в установах банківської системи. Положення про єдину інформаційну систему «Реєстр позичальників».

## **Червень**

Зниження облікової ставки Національного банку України з 5 червня з 10 до 8% річних.

Затвердження Інструкції про порядок відображення в бухгалтерському обліку банками України поточних і відстрочених податкових зобов'язань та податкових активів. Положення про порядок фінансування капітального будівництва, що здійснюється в системі Національного банку України.

## **Липень**

Затвердження: Інструкції з організації роботи з цінностями в Центральному сховищі Національного банку України. Концепції програми підготовки і сертифікації зовнішніх аудиторів банківських установ України за участю Національного банку України. Правил складання та подання Міжнародному валютному фонду звітності з міжнародної інвестиційної позиції України.

Зниження диференційованих ставок нормативів обов'язкового резервування залежно від строку та виду залучених коштів у іноземній валюті (від 10% до 8%).

Введення в обіг монети номіналом 1 гривня випуску 2001 року.

## **Серпень**

Затвердження: Основних напрямів удосконалення чинного законодавства України у сфері банківської діяльності. Тимчасового положення про порядок кредитування (рефінансування) Національним банком України банків, які здійснюють довгострокове кредитування. Положення про порядок надання небанківським фінансовим установам генеральних ліцензій на здійснення валютних операцій. Положення про проведення конкурсів на кращий бізнес-проект, підготовлений відповідно до вимог кредитної лінії ЄБРР для підтримки малого та середнього підприємництва. Положення про Фонд гарантування вкладів фізичних осіб.

Внесення зміни до Положення про механізми рефінансування банків України.

## **Вересень**

Затвердження: Положення про депозитний сертифікат Національного банку України. Положення про порядок проведення виїзних перевірок щодо дотримання банками та фінансовими установами вимог валютного законодавства України. Правил бухгалтерського обліку внутрішніх розрахунків у системі Національного банку України.

## **Жовтень**

Затвердження: Правил підготовки, подання, розгляду та публікування кварталних та річного бухгалтерського балансів і річної фінансової звітності Національного банку України. Тимчасових правил бухгалтерського

обліку з використанням платіжних карток Національної системи масових електронних платежів в установах Національного банку України.

Внесення зміни до: Положення про порядок формування обов'язкових резервів для банків України. Положення про відкриття та функціонування кореспондентських рахунків банків – резидентів та нерезидентів в іноземній валюті та кореспондентських рахунків банків-нерезидентів у гривнях. Положення про порядок створення і державної реєстрації банків, відкриття їх філій, представництв, відділень.

### **Листопад**

Затвердження: Положення про порядок здійснення операцій із золото-валютним резервом Національного банку України. Положення про порядок здійснення операцій Національного банку України з Міжнародним валютним фондом. Положення про порядок нарахування амортизації основних засобів, необоротних матеріальних активів і нематеріальних активів у системі Національного банку України. Інструкції про складання проміжної (квартальної) фінансової звітності банків України.

Схвалення: проекту Закону України «Про внесення змін до деяких законів України з питань відкриття та функціонування банківських рахунків», проекту Закону України «Про внесення змін до Декрету Кабінету Міністрів України «Про систему валютного регулювання і валютного контролю».

Внесення зміни до Положення про порядок формування обов'язкових резервів для банків України.

### **Грудень**

Затвердження: Регламенту застосування Національним банком України заходів впливу. Положення про порядок здійснення операцій довірчого управління в банках України. Положення про порядок формування і використання банками резерву для відшкодування можливих втрат від дебіторської заборгованості. Положення про порядок організації розроблення та виробництва грошових знаків України. Положення про порядок здійснення Національним банком України наглядових функцій щодо банків, діяльність яких пов'язана з державною таємницею. Інструкції з бухгалтерського обліку операцій Національного банку України з цінними паперами та інвестиціями, що не оформлені цінними паперами. Інструкції з бухгалтерського обліку основних засобів, інших необоротних матеріальних активів установ Національного банку України. Інструкції про порядок консолідованої фінансової звітності Національного банку України. Інструкції з бухгалтерського обліку запасів матеріальних цінностей у системі Національного банку України. Інструкції про складання річної фінансової звітності Національного банку України.

Внесення змін до: Положення про порядок подання до Національного банку України аудиторського звіту та висновку за результатами перевірки

річної фінансової звітності банку. Положення про порядок реєстрації договорів, які передбачають виконання резидентами боргових зобов'язань перед нерезидентами за залученими від нерезидентів кредитами, позиками в іноземній валюті. Порядку ведення аналітичного обліку установами банків України.

Зниження облікової ставки Національного банку України з 5 грудня з 8% до 7% річних.

## 2003 рік

### Січень

Приєднання України до Спеціального стандарту поширення даних (ССПД) МВФ.

Затвердження: Типового положення про Комісію з питань нагляду та регулювання діяльності банків при територіальному управлінні Національного банку України. Положення про порядок видачі резидентам індивідуальних ліцензій на переказування іноземної валюти за межі України з метою придбання облігацій зовнішніх державних позик України. Положення про порядок видачі резидентам індивідуальних ліцензій Національного банку України на переказування іноземної валюти за межі України з метою оплати валютних цінностей.

Затвердження змін до: Інструкції про порядок регулювання діяльності банків в Україні. Положення про порядок створення і державної реєстрації банків, відкриття їх філій, представництв, відділень. Правил щодо формування коригуючих проводок, що здійснюються територіальними та іншими структурними підрозділами Національного банку України з метою забезпечення складання реальної фінансової звітності. Положення про механізм рефінансування банків України. Положення про валютний контроль.

### Грудень

Затвердження Інструкції про порядок проведення внутрішнього аудиту структурних підрозділів центрального апарату, територіальних управлінь та навчальних закладів НБУ.

Введення в обіг банкнот номіналом 20 грн. зразка 2003 року.

### Лютий

Схвалення Кодексу професійної етики внутрішніх аудиторів банківських установ та змін до Методичних вказівок щодо застосування стандартів внутрішнього аудиту в комерційних банках України.

Затвердження: Тимчасового положення про порядок довгострокового рефінансування (підтримання ліквідності) банків Національним банком України. Положення про здійснення переказування коштів у національній та іноземній валюті щодо оплати робіт та послуг нерезидентів.

Затвердження змін до: Інструкції про безготівкові розрахунки в Україні в національній валюті. Правил здійснення переказів іноземної валюти за межі України за дорученням фізичних осіб та одержання фізичними особами в Україні переказаної з-за кордону іноземної валюти. Інструкції про переміщення валюти України, іноземної валюти, банківських металів, платіжних документів, інших банківських документів і платіжних карток через митний кордон України. Положення про примусове списання (стягнення) та договірне списання коштів в іноземній валюті з рахунків платників (крім банків) на території України.

### **Березень**

Затвердження: Положення про Комітет з управління активами і пасивами Національного банку України. Положення про оформлення та подання клієнтами платіжних доручень в іноземній валюті, заяв про купівлю або продаж іноземної валюти до уповноважених банків і інших фінансових установ та порядок їх виконання. Правил здійснення фізичними особами переказів іноземної валюти в межах України. Інструкції про порядок відображення в бухгалтерському обліку банками України поточних та відстрочених податкових зобов'язань та податкових активів. Положення про депозитарну діяльність Національного банку України. Правил організації статистичної звітності, що подається Національному банку України. Затвердження змін до: Положення про кредитування. Положення про організацію торгівлі банківськими металами на валютному ринку України. Інструкції з бухгалтерського обліку основних засобів і нематеріальних активів комерційних банків України. Положення про порядок формування та використання резерву для відшкодування можливих втрат за кредитними операціями банків. Інструкції про порядок регулювання діяльності банків в Україні. Правил бухгалтерського обліку операцій з використанням платіжних карток у банках України. Інструкції про порядок регулювання діяльності банків в Україні.

Затвердження змін до: Правил здійснення операцій на міжбанківському валютному ринку України. Інструкції про застосування Плану рахунків бухгалтерського обліку банків України.

### **Квітень**

Затвердження змін до: Положення про застосування іноземної валюти в страховій діяльності. Інструкції про порядок відкриття та використання рахунків у національній та іноземній валюті. Інструкції про безготівкові розрахунки в Україні в національній валюті. Положення про відкриття та функціонування кореспондентських рахунків банків-резидентів та нерезидентів в іноземній валюті та кореспондентських рахунків банків-нерезидентів у гривнях. Порядку контролю за надходженням, обліком і використанням коштів виборчих фондів політичних партій, виборчих блоків полі-



тичних партій, кандидатів у народні депутати України. Інструкції про порядок регулювання діяльності банків в Україні.

### **Травень**

Затвердження: Затвердження Положення про здійснення банками фінансового моніторингу. Положення про здійснення уповноваженими банками контролю за проведенням резидентами та нерезидентами, до яких застосовані спеціальні санкції згідно зі статтею 37 Закону України «Про зовнішньоекономічну діяльність», валютних операцій через ці банки. Інструкції про порядок виконання операцій з дорогоцінними металами, що скуповуються у населення у виробач і брухті.

Затвердження змін до: Положення про Комітет з управління активами і пасивами Національного банку України. Положення про порядок формування обов'язкових резервів для банків України. Правил здійснення операцій на міжбанківському валютному ринку України. Положення про порядок накладення адміністративних штрафів.

### **Червень**

Затвердження: Процедури закриття анонімних валютних рахунків та кодованих рахунків фізичних осіб (резидентів і нерезидентів) в іноземній та національній валюті України. Затвердження Складу реквізитів та структури файлів інформаційного обміну між спеціально уповноваженим органом виконавчої влади з питань фінансового моніторингу та банками (філіями). Правил бухгалтерського обліку операцій з банкнотами, обіговими, пам'ятними та ювілейними монетами, іншою нумізматичною продукцією в системі Національного банку України. Нової редакції Методики розрахунку економічних нормативів регулювання діяльності банків в Україні. Правил бухгалтерського обліку доходів і витрат банків України. Положення про організацію операційної діяльності в банках України. Положення про порядок проведення операцій, пов'язаних з розміщенням облігацій внутрішніх державних позик.

Затвердження змін до: Тимчасового положення про порядок довгострокового рефінансування (підтримання ліквідності) банків Національним банком України. Інструкції про порядок організації та здійснення валютно-обмінних операцій на території України. Положення про оформлення та подання клієнтами платіжних доручень в іноземній валюті, заяв про купівлю або продаж іноземної валюти до уповноважених банків і інших фінансових установ та порядок їх виконання. Положення про порядок емісії платіжних карток і здійснення операцій з їх застосуванням. Інструкції про безготівкові розрахунки в Україні в національній валюті. Інструкції про порядок відкриття та використання рахунків у національній та іноземній валюті. Положення про застосування Національним банком України заходів впливу за порушення банківського законодавства. Правил

здійснення операцій на міжбанківському валютному ринку України. Постанови Правління Національного банку України від 25.11.2002 № 447 та Положення про порядок формування обов'язкових резервів для банків України. Інструкції про організацію роботи з готівкового обігу установами банків України. Положення про порядок видачі ліцензії на здійснення окремих банківських операцій небанківськими установами. Положення про порядок видачі банкам банківських ліцензій, письмових дозволів та ліцензій на виконання окремих операцій.

### **Липень**

Розпочато вилучення з готівкового обігу банкнот зразка 1992 року номіналом 1, 2, 5, 10 та 20 гривень.

Затвердження змін до: Положення про ведення касових операцій у національній валюті в Україні. Положення про механізми рефінансування банків України. Інструкції про порядок регулювання діяльності банків в Україні. Положення про порядок створення дочірнього банку, філії і представництва українського банку на території інших держав, особливості їх закриття та здійснення нагляду.

### **Серпень**

Затвердження: Положення про здійснення уповноваженими банками операцій з банківськими металами. Правил надання уповноваженим банкам індивідуальних ліцензій на вивезення за межі України банкнот іноземних держав, банківських металів та на право переказування за межі України іноземної валюти для оплати банківських металів і спеціальних дозволів на ввезення в Україну бланків чеків та порядок ввезення в Україну банкнот іноземних держав і банківських металів. Інструкції про касові операції в банках України (набуває чинності з 01.02.2004). Переліків і тарифів операцій (послуг), що здійснюються Національним банком України, його територіальними управліннями та установами за операціями (послугами), пов'язаними з діяльністю клієнтів і банків-кореспондентів Національного банку України. Інструкції з бухгалтерського обліку операцій з цінними паперами в банках України.

Затвердження змін до: Положення про порядок формування та використання резерву для відшкодування можливих втрат за кредитними операціями банків. Правил проведення Торговельної сесії та здійснення окремих операцій, пов'язаних з купівлею-продажем іноземних валют. Положення про порядок формування обов'язкових резервів для банків України та визнання таким, що втратив чинність пункт 1 постанови НБУ від 25.11.2002 № 447. Інструкції про складання проміжної (квартальної) фінансової звітності банків України. Правил реєстрації кореспондентських рахунків банків Національним банком України. Інструкції про застосування Плану рахунків бухгалтерського обліку банків України.

## **Вересень**

Затвердження: Положення про вимоги щодо технічного стану та організації охорони приміщень банків України. Положення про Комітет з питань сертифікації аудиторів банків та внесення змін до Положення про Кваліфікаційну комісію НБУ з питань сертифікації аудиторів, тимчасових адміністраторів та ліквідаторів банківських установ. Положення про порядок подання банками до Національного банку України аудиторських звітів (аудиторських висновків) за результатами щорічної перевірки фінансової звітності. Положення про сертифікацію аудиторів банків.

Затвердження змін до Положення про порядок створення і державної реєстрації банків, відкриття їх філій, представництв, відділень.

## **Жовтень**

Затвердження: Правил складання та подання звітності Міжнародному валютному фонду. Положення про порядок реєстрації та надання дозволу внутрішньодержавним небанківським платіжним системам на здійснення діяльності, пов'язаної з переказом грошей.

Затвердження змін до: Положення про порядок формування обов'язкових резервів для банків України. Положення про здійснення банками фінансового моніторингу.

## **Листопад**

Затвердження: Положення про встановлення офіційного курсу гривні до іноземних валют та курсу банківських металів. Затвердження Правил бухгалтерського обліку операцій довірчого управління в банках України.

Затвердження змін до: Положення про порядок видачі резидентам індивідуальних ліцензій на переказування іноземної валюти за межі України з метою придбання ОВДП України. Інструкції про застосування Плану рахунків бухгалтерського обліку банків України (набирає чинність з 01.01.2004 року). Інструкції про міжбанківські розрахунки в Україні. Положення про філії (територіальні управління) Національного банку України. Положення про відкриття та функціонування кореспондентських рахунків банків-резидентів та нерезидентів в іноземній валюті та кореспондентських рахунків банків-нерезидентів у гривнях. Положення про оформлення та подання клієнтами платіжних доручень в іноземній валюті, заяв про купівлю або продаж іноземної валюти до уповноважених банків і інших фінансових установ та порядок їх виконання.

## 2004 рік

### Січень

Введення в обіг банкнот номіналом 50 грн. зразка 2004 року (вводиться в обіг з 29.03.2004 р.).

Затвердження: Положення про Апеляційну комісію Національного банку України. Положення про подання банками України інформації за угодами з купівлі та продажу кредитних ресурсів у національній валюті на міжбанківському кредитному ринку. Інструкції про безготівкові розрахунки в Україні в національній валюті.

Затвердження змін до: Тимчасового положення про порядок довгострокового рефінансування (підтримання ліквідності) банків Національним банком України. Положення про формування коригуючих проводок, що здійснюються банками України.

### Лютий

Затвердження Положення про організацію готівкового обігу і ведення емісійно-касових операцій у банківській системі в особливий період.

Затвердження змін до: Положення про порядок проведення виїзних перевірок щодо дотримання банками та фінансовими установами вимог валютного законодавства України. Положення про регулювання Національним банком України ліквідності банків України шляхом рефінансування, депозитних та інших операцій. Положення про організацію бухгалтерського обліку та звітності в банках України та внесення змін до Положення про організацію операційної діяльності в банках України. Положення про ведення касових операцій у національній валюті в Україні. Інструкції про переміщення валюти України, іноземної валюти, банківських металів, платіжних документів, інших банківських документів і платіжних карток через митний кордон України.

### Березень

Затвердження: Положення про Комітет з управління активами і пасивами Національного банку України. Положення про порядок зберігання Національним банком України та банками України документів в умовах особливого періоду. Положення про порядок навчання працівників, які працюють з готівкою іноземною валютою та дорожніми чеками, щодо визначення ознак справжності та платіжності банкнот іноземних держав і дорожніх чеків. Порядку накладання Національним банком України штрафів за порушення банками вимог Закону України «Про запобігання та протидію легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом». Графічного знака національної грошової одиниці. Інструкції про міжбанківський переказ грошей в Україні в національній валюті.

Затвердження змін до: Положення про порядок створення і державної реєстрації банків, відкриття їх філій, представництв, відділень. Деяких переліків і тарифів операцій (послуг), що здійснюються Національним банком України, його територіальними управліннями та установами за операціями (послугами), пов'язаними з діяльністю клієнтів і банків-кореспондентів Національного банку України.

Введення в обіг банкноти номіналом 5 грн. зразка 2004 року (вводиться в обіг з 14.06.2004).

### **Квітень**

Затвердження: Положення про порядок визначення та формування обов'язкових резервів для банків України. Положення про функціонування Національної системи масових електронних платежів в особливий період. Правил організації статистичної звітності, що подається до Національного банку України в умовах особливого періоду.

Затвердження змін до: Правил здійснення переказів іноземної валюти за межі України за дорученням фізичних осіб та одержання фізичними особами в Україні переказаної з-за кордону іноземної валюти. Правил надання уповноваженими банками індивідуальних ліцензій на вивезення за межі України банкнот іноземних держав, банківських металів та на право переказування за межі України іноземної валюти для оплати банківських металів і спеціальних дозволів на ввезення в Україну бланків чеків та порядку ввезення в Україну банкнот іноземних держав і банківських металів. Положення про Апеляційну комісію Національного банку України. Положення про порядок видачі резидентам індивідуальних ліцензій Національного банку України на переказування іноземної валюти за межі України з метою оплати валютних цінностей. Положення про порядок формування обов'язкових резервів для банків України. Правил організації статистичної звітності, що подається до Національного банку України. Інструкції про порядок регулювання діяльності банків в Україні.

Схвалення Методичних рекомендацій щодо взаємодії між інспекторами з банківського нагляду Національного банку України та зовнішніми аудиторами банків.

### **Травень**

Затвердження змін до: Інструкції з бухгалтерського обліку запасів матеріальних цінностей у системі НБУ. Інструкції про складання проміжної (квартальної) фінансової звітності банків України. Положення про регулювання Національним банком України ліквідності банків України шляхом рефінансування, депозитних та інших операцій.

### **Червень**

Затвердження: Інструкції з організації емісійно-касової роботи в системі Національного банку України. Положення про порядок видачі індиві-

дуальних ліцензій на переказування іноземної валюти за межі України для оплати банківських металів та проведення окремих валютних операцій. Плану рахунків бухгалтерського обліку банків України та Інструкції про застосування Плану рахунків бухгалтерського обліку банків України. Положення про порядок отримання резидентами кредитів, позик в іноземній валюті від нерезидентів і надання резидентами позик в іноземній валюті нерезидентам. Положення про забезпечення безперервного функціонування інформаційних систем НБУ та банків України.

Затвердження змін до: Інструкції про порядок здійснення контролю і отримання ліцензій за експортними, імпортними та лізинговими операціями. Правил здійснення переказів іноземної валюти за межі України за дорученням фізичних осіб та одержання фізичними особами в Україні переказаної їм із-за кордону іноземної валюти. Положення про порядок визначення та формування обов'язкових резервів для банків України. Інструкції про порядок відкриття, використання і закриття рахунків у національній та іноземних валютах. Інструкції про порядок регулювання діяльності банків в Україні. Положення про порядок емісії платіжних карток і здійснення операцій з їх застосуванням. Правил бухгалтерського обліку доходів і витрат банків України. Правил організації статистичної звітності, що подається до Національного банку України. Правил надання фізичним і юридичним особам-резидентам (крім уповноважених банків України) і нерезидентами індивідуальних ліцензій та спеціальних дозволів на переміщення валюти України, іноземної валюти, платіжних документів (іменних, дорожніх чеків), банківських металів через митний кордон України. Правил подання уповноваженим банком індивідуальних ліцензій і спеціальних дозволів на ввезення в Україну та вивезення за межі України валютних цінностей і бланків чеків та на право переказування за межі України іноземної валюти для оплати банківських металів.

Підвищення облікової ставки Національного банку України з 7,0% до 7,5% річних.

Введення в обіг банкноти номіналом 5 грн. зразка 2004 року.

## **Липень**

Затвердження Правил дотримання Спеціального стандарту поширення даних МВФ.

Затвердження змін до: Правил здійснення операцій на міжбанківському валютному ринку України. Правил проведення Торговельної сесії та здійснення окремих операцій, пов'язаних з купівлею-продажем іноземних валют та банківських металів. Положення про філії (територіальні управління) Національного банку України. Затвердження змін до Правил вивезення з України і ввезення в Україну уповноваженими банками національної та іноземної валюти, банківських металів, бланків чеків.

## **Серпень**

Схвалення Методичних рекомендацій щодо організації та функціонування систем ризик-менеджменту в банках України.

Затвердження: Положення про процентну політику Національного банку України.

Затвердження змін до: Положення про порядок видачі резидентам індивідуальних ліцензій на переказування іноземної валюти за межі України з метою придбання облігацій зовнішніх державних позик України. Положення про порядок формування та використання резерву для відшкодування можливих втрат за кредитними операціями банків. Інструкції про порядок регулювання діяльності банків в Україні.

Введення в обіг банкноти номіналом 10 грн. зразка 2004 року (вводиться в обіг з 01.11.2004).

## **Вересень**

Затвердження Інструкції з бухгалтерського обліку кредитних, вкладних (депозитних) операцій та формування і використання резервів під кредитні ризики в банках України.

Затвердження змін до: Правил здійснення операцій на міжбанківському валютному ринку України Правил організації статистичної звітності, що подається до Національного банку України Інструкції про порядок регулювання діяльності банків в Україні. Інструкції про порядок організації та здійснення валютно-обмінних операцій на території України. Положення про порядок здійснення банками України вкладних (депозитних) операцій з юридичними і фізичними особами. Положення про встановлення офіційного курсу гривні до іноземних валют та курсу банківських металів.

Введення в обіг банкноти номіналом 2 грн. зразка 2004 року.

## **Жовтень**

Підвищення облікової ставки з 7,5% до 8% річних.

Затвердження: уніфікованих нормативів формування банками обов'язкових резервів. Положення про порядок здійснення в грошовій формі іноземних інвестицій в Україну та повернення іноземному інвестору його інвестицій, а також репатріації прибутків, доходів, інших коштів, одержаних від інвестиційної діяльності в Україні. Правил здійснення переказів іноземної валюти за дорученням та на користь фізичних осіб. Положення про порядок видачі Національним банком України індивідуальних ліцензій на розміщення резидентами (юридичними та фізичними особами) валютних цінностей на рахунках за межами України. Інструкції з бухгалтерського обліку операцій з готівковими коштами та банківськими металами в банках України. Положення про порядок видачі Національним банком України індивідуальних ліцензій на використання іноземної валюти на території України як засобу платежу. Положення про порядок видачі Національним бан-

ком України індивідуальних ліцензій на розрахунки між резидентами і нерезидентами в межах торгового обороту у валюті України.

Затвердження змін до: Положення про порядок проведення виїзних перевірок щодо дотримання банками та фінансовими установами вимог валютного законодавства України. Тимчасового положення про Національну систему масових електронних платежів. Правил здійснення операцій на міжбанківському валютному ринку України. Переліку і тарифів на послуги, що надаються Національним банком України, який виконує функції Платіжної організації НСМЕП, членами та учасниками НСМЕП. Положення про застосування Національним банком України заходів впливу, за порушення банківського законодавства.

Введення в обіг монет номіналом 1 гривня зразка 2004 року «Володимир Великий» та «60 років визволення України від фашистських загарбників»

### **Листопад**

Введення в обіг банкноти номіналом 10 грн. зразка 2004 року.

Підвищення розміру облікової ставки з 8% до 9% річних.

Затвердження: Положення про порядок створення Національним банком України та банками, які залучаються до роботи в особливий період, страхового фонду документації. Положення про створення, зберігання та використання Національним банком України та банками, які залучаються до роботи в особливий період, резерву матеріально – технічних засобів для роботи в особливий період. Інструкції з бухгалтерського обліку операцій в іноземній валюті та банківських металах у банках України. Правил бухгалтерського обліку операцій з документарними акредитивами в розрахунках за зовнішньоекономічними операціями в банках України. Правил визначення платіжності та обміну банкнот і монет Національного банку України.

Затвердження змін до: Інструкції про порядок організації та здійснення валютно-обмінних операцій на території України. Положення про порядок визначення та формування обов'язкових резервів для банків України. Інструкції про касові операції в банках України. Положення про порядок визначення та формування обов'язкових резервів для банків України. Інструкції з бухгалтерського обліку операцій з цінними паперами в банках України. Положення про регулювання Національним банком України ліквідності банків України шляхом рефінансування, депозитних та інших операцій. Інструкції про касові операції в банках України. Правил вивезення з України і ввезення в Україну уповноваженими банками національної і іноземної валюти, банківських металів, бланків чеків.

### **Грудень**

Затвердження: Переліку документів, що утворюються в діяльності Національного банку України та банків України з зазначенням строків



зберігання. Положення про порядок здійснення банками операцій за гарантіями в національній та іноземних валютах.

Введення в обіг банкноти номіналом 1 гривня зразка 2004 року.

## **2005 рік**

### **Січень**

Затвердження: Інструкції про організацію виготовлення випуску в обіг і реалізації пам'ятних монет України та сувенірної продукції. Положення про ведення касових операцій у національній валюті в Україні.

Затвердження змін до Положення про порядок формування та використання резерву для відшкодування можливих втрат за кредитними операціями банків.

### **Лютий**

Затвердження змін до: Положення про порядок отримання резидентами кредитів, позик в іноземній валюті від нерезидентів і надання резидентами позик в іноземній валюті нерезидентам. Правил про валютний контроль. Положення про порядок визначення рейтингових оцінок за рейтинговою системою CAMELS. Правил здійснення операцій на міжбанківському валютному ринку України. Інструкції про порядок організації та здійснення валютно-обмінних операцій на території України.

### **Березень**

Затвердження змін до: Положення про надання банками України інформації за угодами з купівлі та продажу кредитних ресурсів у національній валюті на міжбанківському кредитному ринку. Положення про регулювання Національним банком України ліквідності банків України шляхом рефінансування, депозитних та інших операцій. Положення про відкриття та функціонування кореспондентських рахунків банків-резидентів та нерезидентів в іноземній валюті та кореспондентських рахунків банків – нерезидентів у гривнях. Правил здійснення операцій на міжбанківському валютному ринку України.

Скасування обов'язкового продажу надходжень в іноземній валюті на користь резидентів.

Введення в обіг другого випуску банкноти номіналом 1 гривня (2005) зразка 2004 року.

### **Квітень**

Затвердження: Положення про порядок емісії платіжних карток і здійснення операцій з їх застосуванням. Положення про порядок реєстрації договорів про членство або про участь у міжнародних платіжних сис-

темах. Правил бухгалтерського обліку операцій з використанням платіжних карток у банках України.

Затвердження змін до: Положення про порядок визначення та формування обов'язкових резервів для банків України. Інструкції про безготівкові розрахунки в Україні в національній валюті. Методики розрахунку економічних нормативів регулювання діяльності банків в Україні. Інструкції про порядок відкриття, використання і закриття рахунків у національній та іноземних валютах.

Введення в обіг банкноти номіналом 5 гривень (зразка 2004 року).

### **Травень**

Затвердження змін до Правил організації статистичної звітності, що подається до Національного банку України.

### **Червень**

Затвердження змін до: Правил визначення платіжності та обліку банкнот і монет Національного банку України. Інструкції про касові операції в банках України. Інструкції про організацію виготовлення, випуск в обіг і реалізацію пам'ятних монет України та сувенірної продукції. Правил організації статистичної звітності, що подається до Національного банку України. Положення про порядок формування та використання резерву для відшкодування можливих втрат за кредитними операціями банків. Положення про порядок створення і державної реєстрації банків, відкриття їх філій, представництв, відділень. Переліку і тарифів послуг з реєстрації установ банків, надання ліцензій (дозволів) на здійснення банківських операцій, операцій з валютними цінностями та інших послуг, що надаються Національним банком України та його територіальними управліннями.

### **Липень**

Введення в обіг банкнот номіналом 10 грн. (зразка 2003–2004 років).

### **Серпень**

Затвердження: Положення про порядок обов'язкового резервування коштів за валютними операціями, пов'язаними із залученням резидентами кредитів, позик в іноземній валюті від нерезидентів. Положення про порядок іноземного інвестування в Україну.

Затвердження змін до: Інструкції про порядок організації та здійснення валютно-обмінних операцій на території України. Положення про ведення касових операцій у національній валюті в Україні. Положення про порядок визначення та формування обов'язкових резервів для банків України. Положення про регулювання Національним банком України ліквідності банків України шляхом рефінансування, депозитних та інших операцій. Положення про порядок проведення виїзних перевірок щодо додержання банками та фінансовими установами вимог валютного законо-

давства України. Інструкції з організації перевезення валютних цінностей та інкасації коштів в установах банків України.

Підвищення розміру облікової ставки на рівні 9,5% річних.

Введення в обіг банкнот номіналом 20 грн. зразка 2003–2004 років із зміненим підписом Голови НБУ з відображенням на них року випуску 2005.

### **Вересень**

Затвердження змін до: Положення про здійснення банками фінансового моніторингу. Інструкції з організації емісійно-касової роботи в системі Національного банку України. Положення про застосування Національним банком України заходів впливу за порушення банківського законодавства.

### **Жовтень**

Затвердження: Правил здійснення міжнародних поштових переказів. Інструкції з бухгалтерського обліку операцій з цінними паперами в банках України.

Затвердження змін до: Правил організації статистичної звітності, що подається до Національного банку України. Положення про порядок видачі банкам банківських ліцензій на виконання окремих операцій.

### **Листопад**

Введення в обіг банкноти номіналом 50 грн. (зразка 2004 року).

Затвердження: Положення про порядок і умови зберігання ювелірних та інших побутових виробів із золота, срібла, платини і металів, платинової групи, дорогоцінного каміння і перлів, а також лому і окремих частин таких виробів, на які накладено арешт. Положення про здійснення Національним банком України взаєморозрахунків за операціями із застосуванням платіжних карток Національної системи масових електронних платежів.

Затвердження змін до: Положення про порядок формування і використання банками резерву для відшкодування можливих втрат від дебіторської заборгованості. Положення про організацію бухгалтерського обліку та звітності в банківських установах України. Інструкції про порядок регулювання діяльності банків в Україні. Інструкції про порядок відкриття, використання і закриття рахунків у національній та іноземній валютах. Положення про порядок формування і використання банками резерву для відшкодування можливих втрат від дебіторської заборгованості.

### **Грудень**

Затвердження змін до: Методики розрахунку економічних нормативів регулювання діяльності банків в Україні. Інструкції про порядок відкриття, використання і закриття рахунків у національній та іноземних валютах. Положення про регулювання Національним банком України ліквідності банків України шляхом рефінансування, депозитних та інших операцій. Положення про порядок визначення та формування обов'язкових резервів

для банків України. Інструкції про порядок складання та оприлюднення фінансової звітності банків України.

## 2006 рік

### Січень

Збільшення розміру відшкодування коштів громадянам за вкладами у разі банкрутства банку з 5 до 8 тис. грн.

Затвердження змін до: Правил дотримання Спеціального стандарту поширення даних МВФ. Правил організації статистичної звітності, що подається до Національного банку України. Положення про порядок здійснення уповноваженими банками операцій за документарними акредитивами в розрахунках за зовнішньоекономічними операціями.

### Лютий

Затвердження змін до: Положення про відкриття та функціонування кореспондентських рахунків банків-резидентів та нерезидентів в іноземній валюті та кореспондентських рахунків банків-нерезидентів у гривнях. Положення про Комітет з питань сертифікації аудиторів банків. Положення про сертифікацію аудиторів банків.

Введення в обіг банкноти номіналом 100 грн. зразка 2005 року.

### Березень

Затвердження: Положення про порядок створення і державної реєстрації банків, відкриття їх філій, представництв, відділень (внесено зміни до деяких пунктів положення). Положення про порядок формування обов'язкових резервів для банків України. Нового механізму розрахунку офіційного курсу гривні до іноземних валют.

Затвердження змін до: Положення про здійснення банками фінансового моніторингу. Правил бухгалтерського обліку доходів і витрат банків України. Положення про порядок здійснення операцій з чеками в іноземній валюті на території України. Інструкції про порядок складання та оприлюднення фінансової звітності банків України.

### Квітень

Затвердження Положення про створення дочірнього банку, філій і представництва українського банку на території інших держав.

Затвердження змін до Переліків і тарифів операцій (послуг), що здійснюються Національним банком України, його територіальними управліннями та структурними одиницями за операціями (послугами), пов'язаними з діяльністю клієнтів і банків-кореспондентів Національного банку України

## **Травень**

Затвердження Положення про вимоги до опису операційних процесів Національного банку України.

Затвердження змін до: Положення про порядок надання небанківським фінансовим установам генеральних ліцензій на здійснення валютних операцій. Правил організації статистичної звітності, що подається до Національного банку України. Положення про порядок створення і державної реєстрації банків, відкриття їх філій, представництв, відділень.

Введення в обіг банкноти номіналом 1 грн. зразка 2006 року.

Встановлення обов'язкового резервування і зберігання коштів на кореспондентському рахунку банку в Національному банку України.

Збільшення з 8 до 15 тис. грн. розміру відшкодування коштів громадянам за вкладами у разі банкрутства банку.

## **Червень**

Схвалення Порядку розподілу рейтингових оцінок за групами ризику країн, що встановлені міжнародними рейтинговими агентствами (визначено розподіл за восьми групами ризику окремо за країнами СНД та іншими країнами світу).

Зниження розміру облікової ставки до 8,5% річних.

Затвердження змін до: Положення про процентну політику Національного банку України. Положення про застосування Національним банком України заходів впливу за порушення банківського законодавства (внесено деякі редакційні зміни). Порядку накладання Національним банком України штрафів за порушення банками вимог Закону України «Про запобігання та протидію легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом». Положення про Комісію Національного банку України з питань нагляду та регулювання діяльності банків (внесено редакційні зміни). Інструкції про порядок відкриття, використання і закриття рахунків у національній та іноземних валютах (внесено редакційні зміни до деяких пунктів Інструкції).

## **Липень**

Затвердження змін до: Положення про регулювання Національним банком України ліквідності банків України шляхом рефінансування, депозитних та інших операцій (внесено зміни щодо здійснення Національним банком України рефінансування банків під забезпечення своїх депозитних сертифікатів). Інструкції з організації емісійно-касової роботи в системі Національного банку України (внесено деякі редакційні зміни). Правил визначення платіжності та обліку банкнот і монет Національного банку України. Правил зберігання, захисту, використання та розкриття банківської таємниці.

## **Серпень**

Утворення Університету банківської справи Національного банку України (м. Київ).

Затвердження Інструкції про міжбанківський переказ коштів в Україні в національній валюті.

Затвердження змін до: Правил організації статистичної звітності, що подається до Національного банку України в умовах особливого періоду. Положення про планування та порядок проведення інспекційних перевірок Положення про застосування Національним банком України заходів впливу за порушення банківського законодавства.

Введення в обіг банкноти номіналом 10 грн. зразка 2004 року із зміненними окремими кольорами дизайну банкнот і зазначенням на них року випуску – 2006.

## **Вересень**

Затвердження: Положення про регулювання Національним банком України ліквідності банків. Положення про порядок формування, зберігання та знищення електронних архівів у Національному банку України і банках України.

Затвердження змін до: Положення про порядок рефінансування банків під заставу майнових прав на кошти банківського вкладу (депозиту), розміщеного в Національному банку України. Положення про порядок видачі банкам банківських ліцензій, письмових дозволів та ліцензій на виконання окремих операцій. Положення про порядок подання банками до Національного банку України аудиторських звітів за результатами щорічної перевірки фінансової звітності. Положення про порядок створення і державної реєстрації банків, відкриття їх філій, представництв, відділень. Положення про застосування іноземної валюти в страховій діяльності.

Введення в обіг банкноти номіналом 500 грн. зразка 2006 року.

## **Жовтень**

Затвердження Правил бухгалтерського обліку операцій Національного банку України з дорогоцінними металами.

Затвердження змін до Інструкції про безготівкові розрахунки в Україні в національній валюті.

## **Листопад**

Затвердження: Інструкції з бухгалтерського обліку кредитних та депозитних операцій Національного банку України. Інструкції про складання та оприлюднення фінансової звітності Національного банку України.

Затвердження змін до: Положення про організацію бухгалтерського обліку та звітності в банках України. Положення про порядок реєстрації договорів про членство або про участь у міжнародних платіжних системах.

## **Грудень**

Затвердження змін до: Інструкції про застосування Плану рахунків бухгалтерського обліку банків України. Положення про ведення касових операцій у національній валюті в Україні. Інструкції про порядок складання та оприлюднення фінансової звітності банків України.

## **2007 рік**

### **Січень**

Затвердження змін до: Положення про здійснення уповноваженими банками операцій з банківськими металами Інструкції про касові операції в банках України. Інструкції про переміщення валюти України, іноземної валюти, банківських металів, платіжних документів, інших банківських документів і платіжних карток через митний кордон України. Правил складання та подання звітності МВФ.

### **Лютий**

Затвердження: Положення про порядок формування резерву під операції банків України з цінними паперами. Інструкції з організації перевезення валютних цінностей та інкасації коштів у банківських установах України.

Затвердження змін до: Положення про міжбанківський переказ грошей в Україні в національній валюті в особливий період. Переліку і тарифів послуг з реалізації установ банків, надання ліцензій (дозволів) на здійснення банківських операцій, операцій з валютними цінностями та інших послуг, що надаються Національним банком України та його територіальними управліннями.

### **Березень**

Затвердження: Інструкції про організацію та порядок проведення внутрішнього аудиту в системі Національного банку України. Положення про порядок формування та використання резерву для відшкодування можливих втрат за кредитними операціями банків. Методичних рекомендацій щодо вдосконалення корпоративного управління в банках України.

Затвердження змін до: Положення про організацію кошторисного процесу в системі Національного банку України.

### **Квітень**

Затвердження Правил організації захисту електронних банківських документів з використанням засобів захисту інформації Національного банку України.

Затвердження змін до: Інструкції про касові операції в банках України. Правил організації статистичної звітності, що подається до Національного

банку України в умовах особливого періоду. Положення про Комітет з питань сертифікації аудиторів банків. Положення про Кваліфікаційну комісію Національного банку України з питань сертифікації аудиторів, тимчасових адміністраторів та ліквідаторів банківських установ. Положення про порядок подання банками до Національного банку України аудиторських звітів за результатами щорічної перевірки фінансової звітності.

### **Травень**

Затвердження: Правил використання готівкової іноземної валюти на території України. Правил надання банками України інформації споживачу про умови кредитування та сукупну вартість кредиту.

Затвердження змін до: Положення про порядок видачі індивідуальних ліцензій на переказування іноземної валюти за межі України для оплати банківських металів та проведення окремих валютних операцій. Правил проведення Торговельної сесії та здійснення окремих операцій, пов'язаних з купівлею-продажем іноземних валют та банківських металів. Інструкції про організацію виготовлення, випуску в обіг і реалізації пам'ятних монет України та сувенірної продукції. Положення про організацію готівкового обігу і ведення емісійно-касових операцій у банківській системі в особливий період. Положення про порядок та умови торгівлі іноземною валютою.

Введення в обіг банкнот номіналом 200 грн. зразка 2007 року.

### **Червень**

Затвердження змін до: Інструкції про застосування Плану рахунків бухгалтерського обліку банків України. Плану рахунків бухгалтерського обліку банків України. Інструкції з бухгалтерського обліку основних засобів і нематеріальних активів банків України. Положення про відкриття та функціонування кореспондентських рахунків банків-резидентів та нерезидентів в іноземній валюті та кореспондентських рахунків банків-нерезидентів у гривнях. Положення про порядок отримання резидентами кредитів, позик в іноземній валюті від нерезидентів і надання резидентами позик в іноземній валюті нерезидентам.

Зниження розміру облікової ставки з 8,5% до 8,0%.

### **Липень**

Затвердження змін до: Правил організації статистичної звітності, що подається до Національного банку України. Положення про Комісію Національного банку України з питань нагляду та регулювання діяльності банків. Положення про порядок формування та використання резерву для відшкодування можливих втрат за кредитними операціями банків.



## **Серпень**

Затвердження: Правил з технічного захисту інформації для приміщень банків, у яких обробляються електронні банківські документи. Положення про Апеляційну комісію Національного банку України. Інструкції з бухгалтерського обліку операцій з похідними фінансовими інструментами в банках України.

Затвердження змін до: Положення про планування та порядок проведення інспекційних перевірок. Положення про порядок здійснення банками операцій з векселями в національній валюті на території України. Плану рахунків бухгалтерського обліку банків України та Змін до Інструкції про застосування Плану рахунків бухгалтерського обліку банків України. Положення про порядок та умови торгівлі іноземною валютою.

## **Вересень**

Затвердження: Регламенту Правління Національного банку України. Методичних рекомендацій щодо організації процесу формування управлінської звітності в банках України. Правил бухгалтерського обліку операцій з банкнотами, монетами та сувенірною продукцією в системі Національного банку України. Положення про порядок реєстрації договорів про членство або про участь у міжнародних платіжних системах та узгодження правил систем переказу коштів створених банками-резидентами.

Затвердження змін до: Положення про порядок надання Національним банком України індивідуальних ліцензій на розрахунки між резидентами і нерезидентами. Положення про порядок та умови торгівлі іноземною валютою. Положення про відкриття та функціонування кореспондентських рахунків банків-резидентів та нерезидентів в іноземній валюті та кореспондентських рахунків банків-нерезидентів у гривнях.

## **Жовтень**

Затвердження: Положення про Комісію Національного банку України з питань нагляду та регулювання діяльності банків і Комісію з питань нагляду та регулювання діяльності банків при територіальному управлінні Національного банку України. Положення про порядок проведення виїзних, невиїзних (камеральних) перевірок щодо дотримання банками, іншими фінансовими установами, національним оператором поштового зв'язку вимог валютного законодавства України та перевірок пунктів обміну іноземної валюти на території України.

Затвердження змін до: Положення про порядок укладання Національним банком України договорів з господарських питань.

## **Листопад**

Затвердження змін до: Правил організації статистичної звітності, що подається до Національного банку України. Інструкції про міжбанківський переказ коштів в Україні в національній валюті. Плану рахунків бух-

галтерського обліку Національного банку України та Інструкції про застосування Плану рахунків бухгалтерського обліку Національного банку України. Інструкції з бухгалтерського обліку кредитних та депозитних операцій. Положення про здійснення банками фінансового моніторингу.

### **Грудень**

Затвердження: Інструкції з бухгалтерського обліку кредитних, вкладних (депозитних) операцій та формування і використання резервів під кредитні ризики в банках України. Інструкції про порядок складання та оприлюднення фінансової звітності банків України. Положення про вимоги щодо технічного стану та організації охорони приміщень банків України.

Затвердження змін до: Інструкції про складання та оприлюднення фінансової звітності Національного банку України. Правил складання та подання звітності Міжнародному валютному фонду. Інструкції про порядок регулювання діяльності банків в Україні. Положення про надання банками України інформації за угодами з купівлі та продажу кредитних ресурсів у національній валюті на міжбанківському кредитному ринку. Переліку і тарифів на послуги, що надаються Національним банком України, який виконує функції Платіжної організації НСМЕП, членам і учасникам НСМЕП. Правил бухгалтерського обліку доходів і витрат банків України. Плану рахунків бухгалтерського обліку банків України. Інструкції про застосування Плану рахунків бухгалтерського обліку банків України. Положення про порядок отримання резидентами кредитів, позик в іноземній валюті від нерезидентів і надання резидентами позик в іноземній валюті нерезидентам.

## **2008 рік**

### **Січень**

Затвердження змін до: Положення про регулювання Національним банком України ліквідності банків України. Положення про порядок емісії платіжних карток і здійснення операцій з їх застосуванням. Інструкції про порядок відкриття, використання і закриття рахунків у національній та іноземних валютах. Положення про Апеляційну комісію Національного банку України. Положення про застосування Національним банком України заходів впливу за порушення банківського законодавства. Положення про порядок видачі індивідуальних ліцензій на переказування іноземної валюти за межі України для оплати банківських металів та проведення окремих валютних операцій. Інструкції про організацію виготовлення, випуск в обіг і реалізації пам'ятних монет України та сувенірної продукції. Положення про Комісію Національного банку України з питань нагляду та регулювання діяльності банків і Комісію з питань нагляду та регулювання діяльності банків при територіальному управлінні Національного банку України.

Підвищення розміру облікової ставки з 8,0% до 10,0% річних.

### **Лютий**

Затвердження змін до: Інструкції про порядок регулювання діяльності банків в Україні. Положення про порядок надання небанківським фінансовим установам, національному оператору поштового зв'язку генеральних ліцензій на здійснення валютних операцій. Інструкції про порядок організації та здійснення валютно-обмінних операцій на території України.

### **Березень**

Затвердження змін до: Інструкції про організацію виготовлення, випуску в обіг і реалізації пам'ятних монет України та сувенірної продукції.

### **Квітень**

Затвердження змін до: Положення про порядок формування обов'язкових резервів для банків України. Затвердження змін до Положення про застосування Національним банком України заходів впливу за порушення банківського законодавства.

Підвищення розміру облікової ставки з 10,0% до 12,0% річних.

### **Червень**

Затвердження: Правил резервування коштів за залученими уповноваженими банком депозитами і кредитами (позиками) в іноземній валюті від нерезидентів. Положення про електронні гроші в Україні.

Затвердження змін до: Положення про здійснення уповноваженими банками операцій з банківськими металами. Правил організації статистичної звітності, що подається до Національного банку України.

### **Липень**

Запровадження банкам України вимог 20% обов'язкового резервування для короткострокових банківських позик в іноземній валюті.

Затвердження змін до Правил реєстрації кореспондентських рахунків банків Національним банком України.

### **Серпень**

Затвердження змін до: Інструкції про порядок регулювання діяльності банків в Україні. Положення про порядок створення і державної реєстрації банків, відкриття їх філій, представництв, відділень. Положення про порядок видачі банкам банківських ліцензій, письмових дозволів та ліцензій на виконання окремих операцій. Правил організації статистичної звітності, що подається до Національного банку України в умовах особливого періоду.

**Структура обсягів кредитів, наданих Національним банком України для підтримання ліквідності банків України у розрізі механізмів рефінансування у січні-грудні 2002 року, % \***

Показники	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	2002
Рефінансування банків, усього	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
У тому числі через: операції прямого РЕПО	-	-	14,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,8
кредити «овернайт», надані через постійно діючу лінію рефінансування	84,9	-	-	-	0,3	1,4	0,03	0,2	1,2	0,1	0,1	23,6	12,6
кредити, надані шляхом проведення тендера	15,1	100,0	88,5	100,0	99,7	98,6	99,97	99,8	98,8	99,9	34,2	72,5	76,7
підтримання довгострокової ліквідності	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	65,7	3,9	9,9
інші механізми	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

\* Джерело: Вісник Національного банку України.

**Середньозважена процентна ставка за кредитами, наданими Національним банком України для підтримання ліквідності банків України у січні-грудні 2002 року, % \***

Показники	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	2002
Середньозважена процентна ставка за кредитами рефінансування, усього	14,9	14,0	12,8	12,0	10,1	10,0	8,8	8,53	9,0	9,71	8,68	7,99	9,24
У тому числі за: операціями прямого РЕПО	-	-	11,7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	11,7
кредитами «овернайт», наданими через постійно діючу лінію рефінансування	15,0	-	-	-	11,0	11,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	8,0	10,6
кредитами рефінансування, надані шляхом проведення тендера	14,0	14,0	13,0	12,0	10,1	10,0	8,8	8,53	9,0	9,71	9,98	7,98	9,15
кредитами на підтримання довгострокової ліквідності	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	8,0	8,0	8,0
іншими механізмами	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

\* Джерело: Вісник Національного банку України.

**Структура обсягів кредитів, наданих Національним банком України для підтримання ліквідності банків України у розрізі механізмів рефінансування у 2003 році, % \***

Показники	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	2003
Рефінансування банків, усього	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
У тому числі через:													
операції прямого РЕПО	–	–	4,8	16,3	30,2	4,8	–	–	–	–	–	–	1,6
кредити «овернайт», надані через постійно діючу лінію рефінансування	76,5	0,1	87,0	54,5	11,5	90,3	46,1	93,8	90,6	89,6	91,4	93,3	87,0
кредити, надані шляхом проведення тендера	23,5	99,9	8,2	29,2	22,6	4,9	9,2	3,5	9,2	10,4	7,4	5,6	8,9
підтримання довгострокової ліквідності	–	–	–	–	35,7	–	44,7	2,8	0,2	–	1,2	1,1	2,5
інші механізми	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–

\* Джерело: Вісник Національного банку України.

**Середньозважена процентна ставка за кредитами, наданими Національним банком України для підтримання ліквідності банків України у 2003 році, % \***

Показники	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	2003
Середньозважена процентна ставка за кредитами рефінансування, усього	8,0	8,0	7,98	8,0	7,65	7,97	7,55	7,97	8,0	8,05	8,01	8,05	8,0
У тому числі за:													
операціями прямого РЕПО	–	–	8,02	8,01	8,01	8,01	–	–	–	–	–	–	8,01
кредитами «овернайт», наданими через постійно діючу лінію рефінансування	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0
кредитами рефінансування, надані шляхом проведення тендера	8,0	8,0	7,71	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,01	8,05	8,0
кредитами на підтримання довгострокової ліквідності	–	–	–	–	–	7,0	7,0	7,0	7,0	–	7,0	7,0	7,0
іншими механізмами	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–

\* Джерело: Вісник Національного банку України.

**Структура обсягів кредитів, наданих Національним банком України для підтримання ліквідності банків України у розрізі механізмів рефінансування у 2004 році, %\***

Показники	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	2004
Рефінансування банків, усього	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
У тому числі через:													
операції прямого РЕПО	–	–	0,1	–	–	0,1	–	–	–	–	6,4	23,0	16,8
кредити «овернайт», надані через постійно діючу лінію рефінансування	4,8	86,3	17,8	38,5	–	52,0	–	–	–	77,3	92,1	65,4	71,9
кредити, надані шляхом проведення тендера	81,8	13,7	9,2	61,5	100,0	47,9	100,0	100,0	100,0	–	1,5	4,4	4,9
підтримання довгострокової ліквідності	13,4	–	72,9	–	–	–	–	–	–	–	–	–	1,5
стабілізаційний кредит	–	–	–	–	–	–	–	–	–	22,7	–	7,2	4,9
інші механізми	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–

\* Джерело: Вісник Національного банку України.

**Середньозважена процентна ставка за кредитами, наданими Національним банком України для підтримання ліквідності банків України у 2004 році, %\***

Показники	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	2004
Середньозважена процентна ставка за кредитами рефінансування, усього	7,88	8,7	7,6	8,7	9,2	7,98	10,1	10,6	12,4	11,1	13,9	17,7	16,1
У тому числі за:													
операціями прямого РЕПО	–	–	8,8	–	–	8,01	–	–	–	–	11,9	13,7	13,5
кредитами «овернайт», наданими через постійно діючу лінію рефінансування	8,0	8,53	9,3	9,0	–	8,0	–	–	–	11,0	14,1	19,7	17,1
кредитами рефінансування, надані шляхом проведення тендера	8,25	9,73	9,1	8,5	9,2	8,0	10,1	10,6	12,4	–	13,0	14,9	13,0
кредитами на підтримання довгострокової ліквідності	7,0	–	7,0	–	–	7,0	–	–	–	–	–	–	7,0
стабілізаційним кредитом	–	–	–	–	–	–	–	–	–	11,5	–	15,0	14,9

\* Джерело: Вісник Національного банку України.

**Структура обсягів кредитів, наданих Національним банком України для підтримання ліквідності банків України у розрізі механізмів рефінансування у 2005 році, %\***

Показники	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	2005
Рефінансування банків, усього	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
У тому числі через: операції прямого РЕПО	16,9	-	-	-	-	5,7	-	-	16,49	0,1	1,6	-	5,11
кредити «овернайт», надані через постійно діючу лінію рефінансування	79,3	-	-	-	100,0	93,6	100,0	-	82,98	95,1	95,7	58,3	92,94
кредити, надані шляхом проведення тендера	-	100,0	-	100,0	-	0,7	-	-	0,53	4,8	2,7	41,7	1,93
стабілізаційний кредит	3,8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,02
інші механізми	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

\*Джерело: Вісник Національного банку України

**Середньозважена процентна ставка за кредитами, наданими Національним банком України для підтримання ліквідності банків України у 2005 році, %\***

Показники	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	2005
Середньозважена процентна ставка за кредитами рефінансування, усього	18,8	15,0	-	13,0	15,0	-	15,0	14,7	14,4	14,9	14,7	14,10	14,73
У тому числі за: операціями прямого РЕПО	14,0	-	-	-	-	-	-	12,0	12,0	12,0	12,0	-	12,04
кредитами «овернайт», наданими через постійно діючу лінію рефінансування	20,0	-	-	-	15,0	-	15,0	14,9	14,9	14,9	14,8	15,0	14,93
кредитами рефінансування, надані шляхом проведення тендера	-	15,0	-	13,0	-	-	-	13,5	9,5	14,0	12,0	12,84	12,91
стабілізаційним кредитом	15,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	15,0
іншими механізмами	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

\*Джерело: Вісник Національного банку України.

**Структура обсягів кредитів, наданих Національним банком України для підтримання ліквідності банків України у розрізі механізмів рефінансування у 2006 році, %\***

Показники	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	2006
Рефінансування банків, усього	100,1	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
У тому числі через:													
операції прямого РЕПО	-	-	-	11,64	35,03	53,0	-	-	-	16,68	-	8,94	16,30
кредити «овернайт», надані через постійно діючу лінію рефінансування	100,1	97,92	52,68	83,63	61,16	47,0	49,02	67,96	67,76	80,99	35,23	6,97	66,88
кредити, надані шляхом проведення тендера	-	2,08	47,32	4,73	3,81	0,0	50,98	29,17	32,24	2,33	64,77	20,23	12,09
операції своп	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	63,86	4,55
Кредити рефінансування під заставу майнових прав на кошти банківського вкладу (депозиту), розміщеного в НБУ	-	-	-	-	-	-	-	2,87	-	-	-	-	0,18

**Середньозважена процентна ставка за кредитами, наданими Національним банком України для підтримання ліквідності банків України у 2006 році, %\***

Показники	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	2006
Середньозважена процентна ставка за кредитами рефінансування, усього	13,0	12,98	12,30	12,45	12,23	10,67	10,04	9,88	9,80	9,69	10,63	9,50	11,54
У тому числі за:													
операціями прямого РЕПО	-	-	-	11,00	11,00	10,38	-	-	-	9,50	-	9,54	10,70
кредитами «овернайт», наданими через постійно діючу лінію рефінансування	13,0	13,00	13,00	12,70	12,99	11,00	10,07	9,96	9,79	9,72	10,50	10,50	12,08
кредитами рефінансування, надані шляхом проведення тендера	-	12,00	11,53	11,48	11,47	0,0	10,01	9,83	9,83	10,00	10,70	9,15	10,38
операції своп	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	9,50	9,50
Кредити рефінансування під заставу майнових прав на кошти банківського вкладу (депозиту), розміщеного в НБУ	-	-	-	-	-	-	-	8,50	-	-	-	-	8,50

\* Джерело: Вісник Національного банку України.



**Структура обсягів кредитів, наданих Національним банком України для підтримання ліквідності банків України у розрізі механізмів рефінансування у 2007 році, %\***

Показники	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	2007
Рефінансування банків, усього	100,1	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
У тому числі через:													
операції прямого РЕПО	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	17,87	20,01	17,10
кредити «овернайт», надані через постійно діючу лінію рефінансування	4,57	41,65	–	47,27	22,87	46,52	1,14	1,36	21,07	6,36	82,13	79,99	78,03
кредити, надані шляхом проведення тендера	–	58,35	100,0	52,73	77,13	12,48	98,86	98,64	78,93	93,64	–	–	–
операції своп	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
Кредити рефінансування під заставу майнових прав на кошти банківського вкладу (депозиту), розміщеного в НБУ	95,43	–	–	–	–	41,0	–	–	–	–	–	–	4,87

**Середньозважена процентна ставка за кредитами, наданими Національним банком України для підтримання ліквідності банків України у 2007 році, %\***

Показники	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	2007
Середньозважена процентна ставка за кредитами рефінансування, усього	8,59	10,49	8,92	10,34	9,35	9,09	8,95	8,92	8,91	9,1	12,1	14,6	10,1
У тому числі за:													
операціями прямого РЕПО	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
кредитами «овернайт», наданими через постійно діючу лінію рефінансування	10,50	10,50	–	10,50	10,00	10,00	10,00	10,0	10,0	9,0	12,5	15,0	11,1
кредитами рефінансування, надані шляхом проведення тендера	–	10,48	8,92	10,19	9,16	9,31	8,94	8,91	8,62	9,1	12,0	14,5	10,0
операції своп	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
Кредити рефінансування під заставу майнових прав на кошти банківського вкладу (депозиту), розміщеного в НБУ	8,50	–	–	–	–	8,0	–	–	–	–	–	–	8,3

\* Джерело: Вісник Національного банку України.

## Динаміка та структура випущених в обіг платіжних засобів Національного банку України у 2000–2007 роках\*

Канал емісії	2000		2001		2002		2003		2004		2005		2006		2007	
	млрд. грн.	%	млрд. грн.	%	млрд. грн.	%	млрд. грн.	%	млрд. грн.	%	млрд. грн.	%	млрд. грн.	%	млрд. грн.	%
Випущено в обіг платіжних засобів, усього у тому числі для:	10,4	100,0	17,6	100,0	13,0	100,0	41,5	100,0	54,8	100,0	65,42	100,0	22,28	100,0	43,90	100,0
Придбання іноземної валюти для формування золотовалютного резерву НБУ	8,6	83,0	11,7	66,5	9,5	73,2	15,2	36,7	34,3	62,5	53,42	81,7	13,95	62,6	41,38	94,3
Підтримка ліквідності банків через різні механізми рефінансування	0,1	0,8	2,5	14,1	1,2	9,4	26,3	63,3	20,5	37,5	12,0	18,3	8,33	37,4	2,52	5,7
Операції з державними цінними паперами (ОВДП) на відкритому ринку	1,7	16,2	3,4	19,4	2,3	17,4	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—

\* Джерело: Річний звіт Національного банку України за 2000–2007 роки.



**СТЕЛЬМАХ Володимир Семенович**

**Монетарна політика  
Національного банку України:  
сучасний стан та перспективи змін**

Монографія

*Комп'ютерна верстка Піддубенко Т.А.  
Редактори Гребішкова Л.М., Станкевич С.М.*

Центр наукових досліджень НБУ,  
03028, м. Київ, просп. Науки, 7.

Підписано до друку 02.12.2008. Формат 70×100/16.  
Гарнітура Таймс. Умовн. друк. арк. 32,825.  
Зам. 8-0923. Тираж 1000 прим.

Оригінал-макет підготовлено та віддруковано  
у відділі видавничого обслуговування ГЕУ НБУ.  
03028, м. Київ, просп. Науки, 9.