

Б. М. Данилишин

академік НАН України, доктор економічних наук, професор, заслужений діяч науки і техніки України, Голова Ради Національного банку України, Київ, Україна

ОСНОВНІ НАПРЯМИ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ УКРАЇНИ

Анотація. У статті визначено, що грошово-кредитне регулювання, спрямоване лише на досягнення коротко- та середньострокових цілей, створює для економічного середовища істотні ризики й проблеми в майбутньому. У країнах, що розвиваються, звичайних, традиційних підходів у монетарній політиці не завжди може бути достатньо для забезпечення зростання економіки. Відсутність конкурентного середовища, висока матеріаломісткість та енергоємність продукції, слабка розвинутість фінансового ринку – все це стримує результативність монетарного управління, яке спирається тільки на інфляційне таргетування та лімітований набір інструментів. У застосуванні грошово-кредитних підойм регулювання центральні банки країн, що розвиваються, повинні бути достатньо гнучкими та інноваційними. В умовах посилення тенденції невизначеності на світових та національних ринках необхідно координувати зусилля щодо політики внутрішніх, зовнішніх запозичень та їх обслуговування тощо з урядами та іншими державними інституціями, відповідальними за фінансову стабільність. Розроблення стратегії монетарної політики України, яка створюватиме продуктивні засади для сталого розвитку, є викликом нашого часу.

Ключові слова: грошово-кредитне регулювання, монетарна політика, зростання економіки, ризики, інфляційне таргетування, банківський сектор, облікова ставка, кредитування, боргове навантаження, запозичення, депозити.

Лит. 22.

Bohdan Danylyshyn

Dr. Sc. (Economics), Professor, Academician of the National Academy of Sciences of Ukraine, Emeritus of Science and Technology of Ukraine, Kyiv, Ukraine

MAIN DIRECTIONS OF MONETARY POLICY OF UKRAINE

Abstract. Monetary-and-credit regulation, aimed only at short-term and medium-term objectives, creates significant risks and problems for economic environment in the future. In developing countries, conventional, traditional approaches to monetary policy may not always be sufficient to ensure economic growth. Absence of competitive environment, high material intensity and energy intensity of products, low level of the development of financial market - all these hinder the effectiveness of monetary management, based only on inflation targeting and a limited set of tools. In the application of monetary and credit regulation instruments, the central banks in developing countries should be flexible enough and innovative. The development of our national strategy for the monetary policy, which will create effective principles for sustainable development, is a challenge of the time. Fundamental risks in the banking sector remain significant. Gradual increase of the interest rate of the National Bank of Ukraine for the last five months has been the essence of discussions in the scientific and professional community. The effect of this monetary instrument, together with other leverages of state regulation, is aimed at achieving the stated objectives of the program. It is important to use correctly its capabilities, as well as to identify correctly its hallmarks. A number of factors continue to affect negatively the expansion potential of credit provision, among them are the

© Данилишин Б. М., 2018

following: high payment for loans; a significant level of debt burden among corporate borrowers; investing of funds by intermediary institutions in deposit certificates of the National Bank and Government Bonds. Decisions that drastically affect the overall state of the national economic policy should be taken on a complementary basis not only by the Board of the National Bank, as an executive body, but also by the Council of the National Bank or the Financial Stability Board, with the participation of authorized representatives of the Cabinet of Ministers of Ukraine, experts, etc.

Keywords: monetary regulation, monetary policy, economic growth, risks, inflation targeting, banking sector, interest rate, lending, debt burden, borrowings, deposits.

JEL classification: E44, E52, H58, H60.

Б. М. Данилишин

академик НАН Украины, доктор экономических наук, профессор, заслуженный деятель науки и техники Украины, Председатель Совета Национального банка Украины, Киев, Украина

ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ УКРАИНЫ

Аннотация. В статье определено, что денежно-кредитное регулирование, направленное исключительно на достижение кратко- и среднесрочных целей, создает для экономической среды существенные риски и проблемы в будущем. В развивающихся странах обычных, традиционных подходов в монетарной политике не всегда может быть достаточно для обеспечения роста экономики. Отсутствие конкурентной среды, высокая материалоемкость и энергоемкость продукции, слабая развитость финансового рынка – все это сдерживает результативность монетарного управления, опирающегося только на инфляционное таргетирование и лимитированный набор инструментов. В применении денежно-кредитных рычагов регулирования центральные банки развивающихся стран должны быть достаточно гибкими и инновационными. В условиях усиления тенденций неопределенности на мировых и национальных рынках необходимо координировать усилия, касающиеся политики внутренних, внешних заимствований и их обслуживания и т. п., с правительствами и другими государственными институтами, ответственными за финансовую стабильность. Разработка стратегии монетарной политики Украины, которая будет создавать продуктивные основания для устойчивого развития, является вызовом нашего времени.

Ключевые слова: денежно-кредитное регулирование, монетарная политика, рост экономики, риски, инфляционное таргетирование, банковский сектор, учетная ставка, кредитование, долговая нагрузка, заимствования, депозиты.

Нинішній нестабільний стан економіки, що характеризується непередбачуваними коливаннями інфляції, уповільненням темпів економічного зростання, зниженням рівня життя населення, змінами у світогосподарських зв'язках, є результатом глибоких тенденцій структурної незбалансованості відтворення, несприятливих явищ у соціальній сфері, зрушень у суспільній системі цінностей тощо. Міжнародний теоретичний і практичний досвід стимулювання економіки доводить пріоритетність ефективного використання монетарних інструментів для боротьби з інфляцією, а фіскальних – для розширення сукупного попиту та сукупної пропозиції. Тому інституційна взаємодія елементів макроекономічної політики стійкого розвитку України повинна базуватися на поєднанні незалежного жор-

сткого грошово-кредитного напрямку – з метою запобігання потраплянню в пастку ліквідності, й м'якого бюджетно-податкового – за умови раціональної структури публічних витрат і доходів. Державні стратегічні орієнтири забезпечення макрофінансової рівноваги та підтримання інноваційно-інвестиційного типу економічного піднесення мають містити довгострокові завдання в межах координації бюджетного й монетарного напрямів регулювання, насамперед для Уряду, Міністерства фінансів та Національного банку України (*далі* – Національного банку). Саме розбалансованість у їхній діяльності спричинятиме додаткові трансакційні видатки, тому для суспільства принциповим є високий ступінь інтегрованості всіх складових управлінського простору. Синергетичний результат у координації діяльності буде очевидним, коли різні гілки економічної влади матимуть специфікацію узгоджених функцій у рамках встановлених конфігурацій менеджменту. Інакше кажучи, необхідно координувати фінансові результати підвищення обґрунтованості бюджетного дефіциту та цінової визначеності, що, у свою чергу, створить передумови для монетарної стабільності. Такі підходи допоможуть мінімізувати суспільні витрати в умовах зовнішніх і внутрішніх економічних шоків. У контексті орієнтації державного управління на єдині цілі, пов'язані з таргетуванням інфляції, важливо вирішити проблему форм та методів наукового супроводу розроблення й запровадження інтегрованих підходів до регулятивних фінансових правил.

Новий етап розвитку досліджень відносин у господарському житті, що розпочався із середини 70-х років ХХ ст., характеризується посиленням диверсифікації теорій, їх змагальності за домінантне становище в структурі науки та у впливі на практику. Помітно зросла роль інституціонального напрямку, особливо неоінституціоналізму. Останній поступово стає складовою мейнстриму поряд із новокласичними теоріями. Це відповідно позначається на заходах економічного і фінансового регулювання.

У вступній статті до праць провідних інституціоналістів професор Дж. Ходжсон [1] (Великобританія) зазначив, що інституційні та еволюційні теорії у 1990-і роки розвинули “широку глобальну мережу, з особливим зосередженням в Європі. Як важливий напрям теоретичного розвитку вони вплинули на економічну політику, зокрема у сфері технологічної, інноваційної, конкурентної політики і корпоративної стратегії. Багато урядів у Європі мали радників, котрі були натхненні цими підходами. Наприкінці тисячоліття було зрозуміло, що інституційні та еволюційні теорії справляли основний вплив, і він натрапить на нові виклики для прийдешнього століття” [1, с. XVII–XVIII]. Аналізуючи розвиток вищезазначених концептуальних вчень, Дж. Ходжсон водночас наголосив на важливих змінах у теорії мейнстриму, їх своєрідній інституціалізації. По суті, в економічних та інших суспільних науках стало аксіомою таке положення: кожне суспільство функціонує в межах певного набору політико-економічних інститутів, сформованих та свідомо підтримуваних як державою, так і громадянами. Вони впливають на поведінку й стимули в реальному житті та визначають успіх чи

поразку нації. Успіх соціально-господарського та політичного розвитку залежить переважно від ступеня досконалості інститутів. Саме під таким кутом зору розглядають питання перспектив розвитку, добробуту, нерівності в багатстві й доходах тощо такі відомі на Заході інституціоналісти, як Д. Аджемоглу та Дж. Робінсон, Д. Норт, Дж. Волліс, Б. Вайнгаст і С. Вебб, Т. Пікетті та ін. [2–4].

Монетарна політика України за змістом повинна віддзеркалювати спільні дії органів влади з метою досягнення поставлених цілей, а також виконання програмних критеріїв ефективності, закладених у підписаному з МВФ Меморандумі і тих документах, де зафіксоване прагнення країни гармонізувати економічне законодавство з вимогами Європейського Союзу.

Наприкінці лютого 2018 р. Рада Національного банку підтвердила позитивну оцінку роботи його Правління за 2017 р. Відзначено зміцнення рентабельності активів та капіталу комерційних банків, а також поліпшення дотримання банківським сектором встановлених нормативів його функціонування. На тлі підвищення активності посередницьких установ у межах вітчизняного споживчого сегмента кредитного ринку помітно поживився приплив депозитів. Водночас Рада визнала за потрібне вказати на проблемні питання браку стратегічного бачення при формуванні та запровадженні заходів грошово-кредитного регулювання.

Метою статті є розвиток науково обґрунтованих, оновлених підходів до практики економічного регулювання в умовах невизначеності, зокрема, щодо стратегічної спрямованості монетарної політики, загальних принципів і способів виконання її завдань, ролі та інституційних засад взаємодії фіскальної й грошово-кредитної складових фінансового управління, а також їхніх елементів.

Крім встановлених цілей, довгострокові стратегічні напрями монетарної політики країни містять шляхи їх досягнення, ймовірні ризики та сценарії подій, поведінки у базовому, оптимістичному та песимістичному варіантах. Наприклад, очікується, що процентна ставка Федеральної резервної системи (ФРС) підвищиться у 2018 р. тричі, а в 2019 р. – двічі на тлі поступового зменшення активів ФРС [5]. Заходи реагування потребують відповідного наукового аналізу сучасного стану справ із залученням до цієї роботи не лише урядовців, а й національної наукової спільноти. В межах стратегічного плану дій має бути передбачено закріплення принципів взаємовідносин з іншими органами, які впливають на визначення та реалізацію грошово-кредитної політики, – Урядом, комерційними банками, учасниками фондового ринку, представниками МВФ та іншими міжнародними кредиторами. Це особливо важливо з огляду на відкритий характер економіки України та безпосередній вплив девальвації гривні на зростання загального рівня цін і навпаки. Отже, у доларизованих економіках набувають значення загрози недостатнього ступеня дієвості монетарної політики, інструментарій якої не повною мірою поширюється на нейтралізацію суттєвих коливань валютного курсу. Особливо слід мати на увазі, що повна або часткова відмова від управління курсом на-

ціональної грошової одиниці потребує додаткового обґрунтування логіки прийняття рішень щодо підтримання стабільності, зважаючи на ризики, які виникають в умовах наростання протекціоністського виклику в інтернаціональних економічних відносинах (аж до ймовірності валютних війн).

Подальший інституційний розвиток фінансових систем країн із найбільш розвинутими економіками, які подолали кризу 2008 р., супроводжувався зміцненням міжнародної та національної бази норм і стандартів з урахуванням детального аналізу причин та далекоглядних висновків щодо проведення політики “кількісного пом’якшення”. Так, у 2010 р. президентом США було підписано закон Додда – Франка (далі – Закон) [6]. Цей нормативний акт, що містить більше ніж 2000 сторінок і висвітлює всі аспекти фінансового ринку країни, передбачає найзначнішу зміну у відповідній американській нормативно-правовій базі з часів Великої депресії. Закон, спрямований на підсилення регулювання галузі фінансових послуг, надає державним органам США більше засобів і можливостей для отримання інформації, раннього виявлення та попередження кризових явищ і фінансових бульбашок. У документі передбачено зміни інституційної структури регулювання, створення основних засад нагляду та моніторингу загроз дестабілізації, посилення контролю за діяльністю системоутворюючих компаній. Крім того, ідеться про надання наглядовим інститутам низки нових повноважень із санації та ліквідації проблемних підприємств посередницького грошово-кредитного сектору, а також включення в систему регулювання небанківських фінансових установ та інших структур, котрі утворюють холдинги з цими суб’єктами господарювання. Засновано нову інституцію – Раду з нагляду за фінансовою стабільністю (*The Financial Stability Oversight Council* – FSOC), скориговано повноваження ФРС.

Наразі вже можливі зважені оцінки імплементації Закону. На думку Дж. Стігліца, Закон Додда – Франка – це старт для подальших реформ [7, с. 397, 398]. У майбутньому необхідно, по-перше, стримувати завеликий ризик “у надто великих та взаємопов’язаних, щоб збанкрутувати” бізнес-структурах; підвищувати конкурентоспроможність банків і кредитних компаній; обмежувати бонуси, що стимулюють недалекоглядну поведінку й прийняття надмірних ризиків; ліквідувати офшорні банківські центри, які були успішними в оминанні приписів та ухиленні від сплати податків. По-друге, слід докласти зусиль до забезпечення прозорості банків, інших суб’єктів посередницького сектору, особливо в частині операцій з деривативами, котрі реалізуються вроздріб. Вони мають бути обмеженими як в обсягах, так і в поширенні фінансових ризиків на державні активи. По-третє, потрібно ускладнити можливість втягнення банків у так зване хижачьке кредитування й хибні практики запозичень. Це передбачає чіткіші обмеження на лихварство (надто високі процентні ставки).

Зміна макропруденційної політики відбулася у Великобританії [8–10]. У 2010 р. уряд країни оприлюднив плани запровадження нової архітектури регулювання фінансових ринків [11]. Передбачалася трансформація Управ-

ління з фінансових послуг (*Financial Services Authority – FSA*) в Управління фінансовою поведінкою (*Financial Conduct Authority – FCA*). Також було замінено тристоронню систему регулювання (FSA, Банк Англії, Казначейство) новою структурою, що складатиметься із Комітету з фінансової політики (*Financial Policy Committee – FPC*), Управління пруденційного регулювання (*Prudential Regulation Authority – PRA*) й Управління захисту прав споживачів і ринку (*Consumer Protection & Markets Authority – CPMA*).

До найбільш визнаних сучасних макропруденційних інструментів можна віднести комплаєнс базельських антициклічних критеріїв достатності капіталу, диференціювання вагомості ризиків, заставні вимоги, управління кількісними параметрами резервів для різноманітних умов кредитних відносин та ін. Європейським парламентом у 2010 р. також було схвалено проведення реформи фінансової системи Євросоюзу [12], зокрема низку законодавчих ініціатив, спрямованих на забезпечення її стійкості й стабільності. Це планується досягти шляхом удосконалення архітектури й інституціональної структури регулювання фінансових ринків, усунення проблеми фрагментованого індивідуального аналізу ризиків на національному рівні, розвитку системи спостереження та раннього попередження кризових явищ.

Набув чинності нормативний акт про створення нового незалежного органу – Європейської ради системних ризиків (*European Systemic Risk Board – ESRB*) [13]. Він відповідатиме за макропруденційний нагляд. Згідно з положенням, ця рада має прагнути до запобігання наслідкам загроз фінансовій стабільності ЄС та їх пом'якшення. Також ESRB сприятиме безперервному функціонуванню внутрішнього ринку й забезпечуватиме стабільний внесок фінансового сектору в економічне зростання. На практиці діяльність ESRB не буде обмежуватися макропруденційним наглядом за діяльністю банків, а поширюватиметься на всі сегменти ринкового середовища, де проявляють активність посередницькі установи.

Для виконання своєї місії ESRB повинна накопичувати й аналізувати інформацію про ймовірний вплив тривожних тенденцій на порушення фінансової стабільності, видавати рекомендації і попередження стосовно значних системних ризиків, здійснювати моніторинг, розробляти програми заходів для їх усунення.

Реформа фінансової системи в ЄС, як і в США та Великобританії, послідовно ставить питання, що стосуються, крім технічних процедур, напрямів імплементації, а також методик й інструментів операційної діяльності.

У розвитку фінансового сектору України теж варто керуватися фундаментальними європейськими засадами регулювання. Їх принципи і процедури, а також контроль процентного та інших ризиків мають відобразитися в чітко визначених державою стратегічних положеннях. Зокрема Основні принципи ефективного банківського нагляду (Базель III) і Методологічні роз'яснення до Основних принципів [14], які вперше були опубліковані в 1999 р. та пізніше оновлені у процесі перегляду базових документів [15], містять наведені далі блоки.

Стандарти управління. Визначають цілеспрямованість, повноваження та напрями співробітництва, принципи незалежності, прозорості. Дозволені види діяльності установ, кваліфікованих як банки, підлягають ліцензуванню й нагляду. Тому вони мають бути чітко визначені, а вживання терміна “банк” у назвах слід тлумачити якомога ширше.

Процедури контролю. Органи нагляду повинні мати адекватні заходи комплаєнсу для застосування своєчасних коригувальних дій: коли це потрібно, відкликати банківську ліцензію або надавати рекомендації щодо її позбавлення відносно окремих суб'єктів господарювання. Контрольні процедури передбачають, що представники контролюючих структур професійно та фахово розуміють і володіють змістом, формою операцій, здійснюваних кожним окремим банком та їх об'єднаннями, а також банківською системою в цілому, з концентрацією уваги на її безпеці, надійності та стабільності, дотриманні високих етичних і професійних стандартів.

Достатність капіталу. Відображаються ризики, на які наражаються банки, і визначаються складові капіталу, зважаючи на його здатність покривати збитки. Принаймні для банків, котрі провадять міжнародну діяльність, ці вимоги не повинні бути нижчими, ніж встановлені Базельською угодою про капітал.

Виявлення, ідентифікація, пом'якшення ризиків. Ризик-менеджмент містить стандартні підходи до визначення, оцінювання, моніторингу й контролю або зменшення всіх істотних загроз рівновазі в діяльності суб'єктів ринкового господарства. Такі процедури мають бути відповідними розміру та складності установи.

З метою запобігання зловживанням під час кредитування пов'язаних осіб органи нагляду повинні встановити такі вимоги: надання позик банками спорідненим компаніям і фізичним особам із дотриманням принципу “на відстані витягнутої руки”; здійснення ефективного моніторингу; вжиття належних заходів для контролю і зменшення ризиків; списання кредитної заборгованості в разі невиконання зобов'язань сторін згідно з чинними стандартами.

Органи нагляду мають бути переконані в наявності у банків стратегії управління ліквідністю, яка враховує профіль ризиків установи, поряд із пруденційними принципами і процесами для визначення, вимірювання, моніторингу та контролю загроз ліквідності й операційній діяльності.

Інформація для оцінки діяльності та прийняття управлінських рішень (внутрішній контроль і аудит, попередження фінансових зловживань, наглядова практика). Органи нагляду мають пересвідчитися в наявності у банках організаційних структур внутрішнього контролю, що є адекватними їхнім параметрам діяльності. Ці системи повинні включати: чіткі механізми делегування повноважень і відповідальності; відокремлення функцій, пов'язаних із взяттям банком на себе зобов'язань, виплатою коштів та обліком активів і зобов'язань.

Кожний банк має належним чином вести бухгалтерський облік операцій відповідно до міжнародних стандартів та нормативів, регулярно оприлюд-

нювати фінансову звітність, котра достовірно відображає його фінансовий стан і прибутковість. Важливим елементом банківського нагляду є здатність контролювати діяльність банківських груп на консолідованій основі, проводити адекватний моніторинг і, у разі потреби, застосовувати відповідні пруденційні норми щодо всіх аспектів їх діяльності.

Час від часу Базельський комітет організує обстеження змін у банківництві, а також вивчає реакцію на свої постанови [15]. Таку інформацію містять так звані Базельські моніторинги, результати яких упродовж багатьох років публікує Банк міжнародних розрахунків.

Протягом останніх 20 років Національний банк у підзаконних актах постійно імплементував у практичну площину вимоги базельських принципів банківського нагляду і вдосконалював їх¹. Тому розвиток фінансової системи України на нинішньому етапі має передбачати подальше інституційне зміцнення регуляторів та їхнього впливу на процеси, що відбуваються.

Експертне середовище ще під час світової фінансової кризи 2008 р. поставило під питання підхід до складання основ монетарної політики, коли єдиною метою центрального банку встановлюється виключно досягнення стабільно низької інфляції з використанням одного інструменту її реалізації – облікової ставки. Досвід країн, які розвиваються, демонструє, що диверсифікація цілей разом із набором інструментів дають змогу продуктивніше працювати не тільки в період подолання кризи, а й тоді, коли економіка країни потребує стимулювання для прискорення. Наприклад, застосовуючи процентну ставку як домінуючий засіб реалізації монетарної політики, але доповнюючи її іншими інструментами, такими як регулювання обсягу грошової маси й раціональна курсова політика, центробанки мають можливість збільшити гнучкість для досягнення кількох результатів – поряд зі стабільністю інфляції підтримувати прискорення темпів сталого розвитку.

У минулому році в Україні відновлення економіки характеризувалося збільшенням реального ВВП на 2,1 %, що критично слабо порівняно з 2016 р. і з точки зору того, що вітчизняна економіка може і повинна зростати темпами в 4–6 % на рік. У 2017 р. при завданні щодо інфляції 8 ± 2 % її фактичне значення становило 13,7 %. Національний банк у міру можливостей та за сприятливих умов вживав заходи, спрямовані на утримання стійких темпів економічного піднесення: зокрема, у першій половині 2017 р. Правління знижувало процентні ставки. У квітні та травні облікову ставку було зменшено на 150 базисних пунктів – до 12,5 %. Однак до кінця року Національний банк не мав можливості тільки монетарними інструментами утримати ін-

¹ Наприклад, Положення про порядок формування та використання резерву для відшкодування можливих втрат за кредитними операціями банків, затверджене постановою Правління Національного банку України від 06.07.2000 № 279, було змінено на Положення про порядок формування та використання банками України резервів для відшкодування можливих втрат за активними банківськими операціями, затверджене постановою Правління Національного банку України від 25.01.2012 № 23, та вдосконалено згідно з вимогами МСФЗ 9 постановою Правління Національного банку України “Про затвердження Положення про порядок формування та використання банками України резервів для відшкодування можливих втрат за активними банківськими операціями” від 30.06.2016 № 351.

фляцію споживчого ринку на встановленому рівні [16] при підвищенні цін товаровиробників на 25,4 та 35,7 % у 2015 та 2016 рр. [17]. Тим більше, що їх зростання було зумовлено попередніми девальваційними процесами національної грошової одиниці, які відбувалися у 2014 та 2015 рр.

Режим інфляційного таргетування в Україні потребує зміцнення організаційних засад взаємодії органів влади, з огляду на те, що Національний банк проводить моніторинг цінової стабільності, але не має достатніх повноважень для забезпечення необхідного впливу на дотримання встановлених меж зростання цін.

Інфляція за природою має циклічний характер. У фазі піднесення вона сприяє економічному зростанню. І навпаки, на стадії спаду позитивна цінова динаміка негативно впливає на посилення ділової активності. Згідно з поточним циклом, в Україні період рецесії економіки залишився в минулому. Тому на теперішньому етапі навряд чи можна чекати бажаних результатів від намагання Правління Національного банку й надалі проводити жорстку кредитно-грошову політику, підтримуючи занадто високу процентну ставку. На інфляцію в Україні значною мірою впливають немонетарні фактори. Тоді як середні темпи зростання ВВП у світі за підсумками 2017 р. становлять 3 %, у нашій країні цей показник істотно нижчий від середньосвітового рівня. Тобто у 2017 р. Україна знову мала один із найвищих рівнів інфляції та найменше зростання економіки в Європейському регіоні. Така загрозна тенденція перетворює країну на експортера дешевої робочої сили і перешкоджає припливу прямих іноземних інвестицій. Водночас можна констатувати, що створення законодавчого середовища та комфортних умов для ведення бізнесу перебуває поза можливостями Національного банку.

Кількісна ціль цінової стабільності – утримання з 2020 р. на рівні 5 % (± 1 %) [16] зростання індексу споживчих цін – формально лише повторює те, що визначено Основними засадами грошово-кредитної політики на 2018 рік і середньострокову перспективу, але потребує хоча б стисло обґрунтування (з урахуванням фактичного стану справ з управлінням інфляцією та іншими підйомами монетарного впливу на економіку).

Вважаємо, в сучасних реаліях необхідно на державному рівні запровадити компенсатори ризиків гальмування економічного зростання внаслідок жорсткої монетарної політики. Наприклад, за нашими розрахунками, рівень монетизації вітчизняної економіки на кінець 2017 р. становив близько 40 %, що на 20 в. п. нижче, ніж у Польщі та Туреччині, в яких проблеми розвитку є подібними до нашої країни. Торік у національній банківській системі потенціал сприяння економічному зростанню зміцнився недостатньою мірою. Співвідношення суми банківських кредитів і ВВП в Україні за той самий період дорівнювало 35 %, що вдвічі менше, ніж у вказаних державах. На початок 2018 р. високою – понад половина всього обсягу запозичень – була частка непрацюючих позик.

У кредитуванні українських товаровиробників, котрі мають експортну сировинну спрямованість, дедалі більшу участь беруть іноземні фінансові

установи. Крім того, бракує механізмів і джерел підтримки позичальників – виробників продукції з високим ступенем доданої вартості. Тому найближчим часом потрібно переглянути багатоваріантні умови доступу до кредитів, зокрема в контексті актуалізації певних вимог Національного банку стосовно поширення норм прийнятного забезпечення запозичень на майнові права. Останнім часом банки, які мають граційний період входження в норматив, якісно покращили управління своїми активами. Подібна політика свідчить про зважені підходи до вирішення проблем, пов'язаних із ліквідністю, тощо. Також варто впроваджувати партнерські режими пом'якшення умов кредитування до виходу інвестиційних проектів на окупність. Тобто державне регулювання має бути активізовано в напрямі справедливішого розподілу або абсорбції ризиків кредиторів та позичальників стосовно коливань процентних ставок і курсу національної валюти. Від цього виграють усі – виробництво, банківська система, бюджет, суспільство.

На деяких сегментах кредитного ринку у 2017 р. активність банків позвинулася. Сумарний портфель запозичень суб'єктів господарювання збільшився на 1,8 % [18]. Кредитування корпоративного сектору в національній валюті зросло на 8,6 %, а домогосподарств – майже на 40 %. У 2017 р. підвищились чисті кредитні вимоги до резидентів у національній грошовій одиниці на 65,8 млрд грн (+13,1 %), валютна складова портфеля зменшилася в еквіваленті на 1,5 млрд дол. США (-9,7 %) [18]. Як зазначалось, при зростанні економіки такі результати доволі вірогідно вказують на те, що українські експортери збільшують обсяг закордонних контрактів і запозичень. Водночас майже половину кредитів у національній банківській системі (44 %) надано на термін лише до одного року. Для бізнесу їхня вартість залишається високою (короткострокові – 16 % річних, довгострокові – 22 %). Ціну кредитів додатково збільшують численні приховані комісії. На цьому тлі спостерігається феноменальна ситуація – банки, включаючи державні, масово кредитують Національний банк, купуючи його привабливі депозитні сертифікати (дохідність до 15 % річних). На початок поточного року обсяги таких інвестицій сягають 67 млрд грн [18].

Застосування монетарних інструментів вимагає проведення фахового оцінювання ефективності їхнього використання в конкретних умовах економіки України, маючи на увазі практику обов'язкового резервування залучених коштів, фактичну відсутність дієвих інструментів впливу на стан справ на відкритому фондовому ринку. Крім того, рівень встановленої Національним банком облікової ставки, як правило, опосередковано впливає на вартість кредитних та депозитних ресурсів комерційних банків. Одним із головних питань залишається розроблення шляхів забезпечення результативності цих механізмів, що дасть можливість регулятору запровадити повноцінний режим інфляційного таргетування. Коли зовнішні шоки в умовах високого рівня доларизації економіки спричиняють стрибки попиту на національну валюту, досягнення цільових показників інфляції з використанням здебільшого облікової ставки, а також традиційного набору засобів монетарної політики, ускладнюється.

З огляду на довгострокові національні інтереси України на міжвідомчому рівні в принципах монетарної політики поряд з інфляційним таргетуванням необхідно обґрунтувати ступінь керованості режиму плаваючого валютного курсу. Це залежатиме від поточного стану золотовалютних резервів і очікувань економічних агентів щодо перспективи зміни цін на зовнішніх ринках. “Вільне плавання” потребуватиме не тільки досконалої аргументації, а й імплементації процедур аналізу його наслідків для економіки у діяльність органів влади з метою роз’яснення та впливу на очікування суб’єктів господарювання й індивідуумів стосовно непередбачуваних змін курсу гривні. У будь-якому разі варто врегулювати прогнозування, моніторинг та інші транспарентні інституційні засади дотримання меж коливань валютного курсу. Потрібно також наділити належними функціональними зобов’язаннями певні державні органи (Уряд, Міністерство фінансів України), котрі відповідатимуть за взаємодію з Національним банком (зокрема, в аспектах валютних інтервенцій, тарифної митної політики або адміністративних обмежень). Це питання тісно пов’язане з обслуговуванням нашою державою як сувереном своїх міжнародних боргових зобов’язань, котрі суттєво зростатимуть у 2019 та 2020 рр.

Влітку 2014 р. керівництво Національного банку задекларувало перехід до політики інфляційного таргетування, перейшовши на режим плаваючого валютного курсу. За той самий рік чисті міжнародні резерви зменшилися з 15,2 млрд до 1,8 млрд дол. США [17]. Не маючи необхідних ресурсів, наприкінці 2014 р. й у 2015 р. НБУ прийняв рішення про застосування жорстких адміністративних валютних рестрикцій. Така політична обмеженість істотно звузила доступ банків та економічних суб’єктів і до внутрішніх, і до зовнішніх коштів, посиливши загрози банкрутств, неплатежів та накопичення заборгованостей.

Безперечно, завдання Національного банку щодо концентрації уваги на зниженні інфляції, а Уряду – на скороченні бюджетного дефіциту мають очевидний сенс. Однак забезпечення стабільності фінансового сектору України слід супроводжувати поверненням довіри до банківської системи, зокрема за допомогою посилення інститутів захисту прав інвесторів, кредиторів і споживачів відповідних послуг. Тому надзвичайно важливою є співпраця із законодавчою гілкою влади та Радою з фінансової стабільності щодо прискорення ухвалення відповідних нормативних актів¹. Ідеться про

¹ Законопроекти: “Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо консолідації функцій із державного регулювання ринків фінансових послуг” № 2413а; “Щодо запровадження системи автоматизованого арешту коштів у цивільному та господарському судочинстві” № 3768; “Щодо спрощення і пришвидшення процесу судового захисту порушених прав та законних інтересів осіб” № 5073; “Щодо підвищення ефективності виведення банків з ринку, продажу активів банків, а також адаптації до міжнародних стандартів та актів законодавства ЄС” № 6273; “Про особливості здійснення професійної діяльності з врегулювання простроченої заборгованості” № 6417; “Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо відновлення кредитування” № 6027-д; “Про ринки капіталу та регульовані ринки” № 7055 та ін.

впровадження фінансових інструментів хеджування ризиків на валютному та товарному ринках, удосконалення простору прозорого ціноутворення тощо. Інновації в законодавстві сприятимуть дерегуляції та поліпшенню інвестиційного клімату в країні, допоможуть ефективніше захищати права економічних агентів шляхом заохочення нововведень, полегшення доступу до фінансування бізнес-структурам усіх форм власності.

Стандартний підхід до розширення можливостей кредитування ґрунтується на довгострокових заходах: зменшенні бюджетного дефіциту та інфляції, покращанні ринкових очікувань, збільшенні обсягу банківських депозитів, зниженні процентних ставок, полегшенні процедур надання кредитів. Проте навіть в умовах дуже низької інфляції (2012–2013 рр.) середньозважені ставки за кредитами, що надавалися банками бізнесу в гривні, не зменшувалися в Україні нижче за 14–15 % річних. Для складних технологічних проектів і така вартість, очевидно, є надто високою. Відповідно, привертає увагу досвід країн, які успішно подолали економічну й фінансову кризи 2008–2009 рр., – усі їхні заходи були націлені на відновлення економічного зростання та підвищення загальної зайнятості. Ключову стимулюючу роль при цьому відіграла нетрадиційна комбінація монетарної і бюджетної політик, включаючи атипові способи кількісних пом'якшень. Однак Україна послідовно здійснює тотальну рестрикційну монетарну й консолідовану бюджетну політику. Як зазначалося, рівень монетизації економіки у 2015–2017 рр. різко скоротився, що спричиняє парадоксальні наслідки: протидія економічним дисбалансам і кризовим явищам із застосуванням суто монетарних та фінансових обмежень не лише не дає змоги досягнути головної мети – стійкого зростання, а й вимагає нових зовнішніх запозичень. Тому вкрай необхідними, як вказувалося вище, є законодавчі зміни, котрі дадуть змогу посилити ризик-менеджмент і послідовно знижувати процентні ставки за кредитами посередницьких установ. Позитивним кроком у цьому напрямі є нещодавне ухвалення Верховною Радою України законодавчого акта про створення і ведення центральним банком кредитного реєстру як відчутного інструменту банківського нагляду. Ідеться про систему обміну інформацією, яка допоможе зменшувати ймовірні загрози безпеці банківських операцій, забезпечувати захист інтересів вкладників та інших кредиторів банку. Також очікується розширення можливостей оцінки банками ризиків, що дасть можливість поступово низити частку проблемних кредитів, відновити кредитування реального сектору економіки, а отже, й крок за кроком підвищити стійкість банківської системи.

Історія свідчить, що нищівними для банківських, фінансових систем часом були не стільки пертурбації в суспільстві й стихійні лиха в навколишньому середовищі, скільки сигнали у формі чуток, прогнозів щодо динаміки цін біржових товарів, курсів валют та ін. Про роль сподівань й інформації свідчать сучасні економічні теорії. Згідно з класичним прикладом Р. Лукаса, засновника теорії раціональних очікувань [19], прогноз прискорення інфляції самосправджується. Доказом цього слугують негативні наслідки руйнів-

них подій, коли відбувалась паніка на біржах, поширювались заклики до створення певних союзів або виходу з них тощо. Тому запобігання асиметрії інформації у фінансовому секторі має розглядатись як інституційний фактор. Є багато прикладів інституціалізації достовірності та прозорості баз даних у монетарній політиці (див., наприклад, роботи Дж. Гутрі, Дж. Райта та Дж. Ю [20], Б. С. Бернанке [21]).

Заходи грошово-кредитної політики зумовляють різноманітні зміни в поведінці та намірах економічних агентів. Останнім часом зростає роль каналу інфляційних очікувань. Тому метою комунікаційної політики в інформаційному просторі, що охоплює Національний банк, з одного боку, та зацікавлених осіб і громадськість, з другого, мають стати стабілізація темпів інфляції та сприяння сталому розвитку економіки. Наприклад, періодичне оприлюднення прогнозного рівня облікової ставки дасть можливість інспірувати думку економічних агентів щодо мотивації рішень менеджменту в монетарній сфері. Це потребує підвищення рівня довіри до банківських структур, а також транспарентності, підзвітності регуляторів перед суспільством. Інформування учасників ринку про наміри в політиці інфляційного таргетування породжуватиме поведінкове реагування стейкхолдерів, що спричинятиме ймовірні зрушення цільових параметрів у межах традиційних управлінських конфігурацій.

На підставі викладеного можна зробити такі висновки.

Монетарне регулювання щодо виконання таргету споживчої інфляції, зниження її темпів у першій половині 2018 р. має відбуватися в контексті забезпечення пріоритетності досягнення й підтримання цінової стабільності в країні з урахуванням цілей економічного зростання. Конкретні рішення слід приймати, маючи на увазі результати аналізу тривалості часового лага між здійсненням управлінських заходів (зміни масштабу та обігу грошової маси, облікової ставки тощо) і ступенем реалізації названих першочергових цілей. Водночас необхідна оцінка специфіки взаємовпливу: підвищення соціальних стандартів та інфляції через канал попиту; динаміки облікової ставки Національного банку та подорожчання кредитування й темпів зростання цін виробників, збільшення виробничих витрат та ін.

Використання рестрикційної або експансивної монетарної політики супроводжується обмеженням чи розширенням кредитних можливостей банківської системи. Кінцевою метою процесу регулятивних змін облікової ставки Національного банку мають бути зрушення в ціновій динаміці. Результативність процентного каналу трансмісійного механізму грошово-кредитного регулювання залежить від адекватності керованих операцій, характеру змін у межах економічного простору. Зокрема, потрібна достовірна інформація стосовно просторово-часових параметрів взаємозалежності між темпами інфляції та зміною реальних процентних ставок за кредитами.

Найважливішими напрямками монетарної політики залишаються: поступове скорочення адміністративних обмежень на валютному ринку за умов збереження макроекономічної стабільності; заходи результативного

згладжування курсових коливань із використанням унормованих засобів та методів грошово-кредитної політики; упровадження методологічних підходів до вимірювання ефективності процентного й курсового каналів монетарної трансмісії за критеріями їхнього впливу на показники інфляції, темпів зростання ВВП, платіжного балансу. В межах удосконалення наявних засобів та методів грошово-кредитної політики не менш важливим видається розроблення захисних механізмів згладжування курсових коливань, включаючи такі, що пов'язані із сезонними факторами, у тому числі стосовно попиту та пропозиції іноземної валюти на міжбанківському ринку. Таким чином, на порядку денному постає поступове збалансоване зняття валютних обмежень, що стримують залучення нових інвестицій.

Поглиблення і систематизація інформаційних комунікацій структур Національного банку з фаховою спільнотою, суб'єктами господарювання й громадськістю посилюють значимість каналу очікувань залежно від інтенсивності кредитних операцій, успішної реалізації інвестиційних виробничих та інфраструктурних проектів, зокрема на базі публічно-приватного партнерства. Тому виникає необхідність системної та послідовної інституціоналізації фінансової інформації у відносинах Національного банку й стейкхолдерів для регулярного оприлюднення таргетів, припущень стосовно поточних і прогнозних оцінок стану економіки. Крім того, йдеться про запровадження у вітчизняне законодавство [22] норм та правил, котрі регламентують рух, облік, ступінь відкритості, використання й захисту в управлінні базами даних із відповідною специфікацією стандартів державного сектору економіки, посередницьких грошово-кредитних відносин, а також сфер обігу цінних паперів, фондового ринку тощо. У межах євроінтеграційного вектора нашої країни варто долучитися до процесів гармонізації інформаційного простору із законодавством розвинутих країн, ухваленими рішеннями міжурядових організацій, а також брати активнішу участь у різноманітних міжнародних обстеженнях.

Для виявлення та оцінювання загроз фінансовій стабільності держави Національному банку слід активно співпрацювати з Урядом України та регуляторами фінансового ринку в напрямі впровадження сучасних підходів до менеджменту, мікро-, макропруденційного регулювання і процедур нагляду, застосування аналітичних оцінок потенційних ризиків для фінансової стабільності й успішної грошово-кредитної політики. Особливу увагу варто приділити швидкому розвитку небанківського кредитування, поширенню електронних грошей та новітніх фінансових технологій, що призводить до переливання капіталу на нерегульовані ринки.

Потребують подальшого вдосконалення механізми середньо- та довгострокового рефінансування банків із використанням процентних ставок, що можуть коливатися в обумовленому кількісному коридорі. Це дасть змогу крок за кроком відновлювати кредитну підтримку інноваційних та інфраструктурних капіталовкладень у реальному секторі як складових відтворювальних процесів та поживлення економічного зростання. Кредитування

конкретних проектів, розрахованих на кілька років, має стимулюватися в часових межах досягнення проміжних та кінцевих параметричних результатів із використанням сучасних стандартних методичних підходів, чітких індикаторів ефективності, процедур організованого аудиту й контролю, а також усього спектра унормованого інструментарію вітчизняної монетарної політики. Заслужують на окрему увагу розроблення та впровадження плану заходів, спрямованих на регулювання ліквідності, суттєве зниження частки непрацюючих позик у кредитному портфелі фінансових посередників, у тому числі в банках із державною участю в капіталі тощо.

Необхідно докласти інституційних зусиль до введення в дію Закону України “Про експортно-кредитну агенцію (ЕКА)”, який був прийнятий Верховною Радою у грудні 2016 р. і не втілений у життя Урядом протягом 2017 р. Усім гілкам влади варто сконцентрувати зусилля для подовження ланцюгів доданої вартості товарів та послуг у межах митних кордонів нашої держави, а також створення сприятливих умов для просування продукції національного товаровиробника на зовнішніх ринках (навіть за умови хронічного від’ємного торговельного балансу).

Отже, сформувалася нагальна потреба в розвитку інституціонального підґрунтя реалізації монетарної політики, розмежуванні ролі виконавчої та нормотворчої гілок економічної влади, насамперед у частині розгляду, погодження та контролю застосування грошово-кредитних інструментів. За збереження незалежності регулятора це може бути реалізоване через розширення повноважень загального дорадчого органу Національного банку або його Ради з фінансової стабільності. Необхідно розвивати комплементарні засади співробітництва Банку з Урядом України, міністерствами та відомствами в аспекті запровадження процедур комплаєнсу загальнодержавних і відомчих норм досягнення й підтримання цінової стабільності в державі, у тому числі в аспекті прогнозування макроекономічних показників, таких як ВВП та індекс споживчих цін, – з метою нівелювання ризиків, спричинених прогнозами, котрі не справдились. Слід також посилити роботу в комітетах Верховної Ради України щодо прискорення прийняття законопроектів, спрямованих на підтримку високого рівня капіталізації та ліквідності комерційних банків, протидію асиметрії інформації і фінансово-економічним злочинам, забезпечення фінансової стабільності та досягнення цілей сталої національної антиінфляційної політики.

Список використаних джерел

1. *Hodgson J. M. Introduction. A Modern Reader in Institutional and Evolutionary Economics. Key Concepts* / ed. by J. M. Hodgson. Cheltenham : Edward Elgar, 2002. 240 p.

2. *Аджемоглу Д., Робінсон Д.* Чому нації занепадають. Походження влади, багатства та бідності / пер. з англ. і наук. ред. О. Дем’ячук. 2-ге вид., виправл. Київ : Наш формат, 2017. 440 с.

3. *Насильство та суспільні порядки. Основні чинники, які впливають на хід історії* / Д. Норт, Дж. Волліс, С. Вебб, Б. Вайнгаст ; пер. з англ. Т. Цимбал. Київ : Наш формат, 2017. 352 с.

4. Пікетті Т. Капітал у XXI столітті / пер. з англ. Н. Палій. Київ : Наш формат, 2016. 646 с.
5. Інфляційний звіт / НБУ. 2018. Січень. URL: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=63442010>.
6. Dodd-Frank Wall street reform and consumer protection act (Public Law 111-203, 111th Congress). URL: <https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-111publ203/html/PLAW-111publ203.htm>.
7. Стігліц Дж. Ціна нерівності. Київ : Наш Формат, 2017.
8. Macroprudential Policy Tools and Frameworks : Progress Report to G20. 2011. 27 October. URL: <https://www.imf.org/external/np/g20/pdf/102711.pdf>.
9. World Economic Outlook. Crisis and Recovery / International Monetary Fund. 2009. April. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/01/>.
10. World Economic Outlook. Recovery, Risk, and Rebalancing / International Monetary Fund. 2010. October. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2010/02/>.
11. A new approach to financial regulation: judgement, focus and stability / HM Treasury. 2010. 26 July. URL: <https://www.gov.uk/government/consultations/a-new-approach-to-financial-regulation-judgement-focus-and-stability>.
12. Deutsche Bundesbank. 2010. 8 October. URL: <http://www.bundesbank.de/finanzsystemstabilitaet/fs.en.php>.
13. About us / European Systemic Risk Board. URL: <https://www.esrb.europa.eu/about/html/index.en.html>.
14. Documents concerning Core Principles / Basel Committee on Banking Supervision. 1999. October. URL: <https://www.bis.org/publ/bcbs61.pdf>.
15. Basel III Monitoring Report / Basel Committee on Banking Supervision. Results of the cumulative quantitative impact study. 2017. December. URL: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d426.pdf>.
16. Про Основні засади монетарної політики на 2016–2020 роки : постанова Правління Національного банку України від 18.08.2015 № 541. URL: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=20985224&cat_id=68677.
17. Макроекономічні показники / Національний банк України. URL: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=23487024&cat_id=57896.
18. Грошово-кредитна та фінансова статистика / Національний банк України. URL: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=27843415&cat_id=44578#1.
19. Lucas R. Expectations and the Neutrality of Money. *Journal of Economic Theory*. 1972. No. 4. P. 103–124.
20. Guthrie G., Wright J., Yu J. Testing the expectations theory of the term structure for New Zealand. *New Zealand Economic Paper*. 1999. Vol. 33, No. 1. P. 93–114.
21. Bernanke B. S. Speech, December. *The logic of monetary policy*. 2004. Vol. 2.
22. Про інформацію : закон України від 02.10.1992 № 2657-XII. URL: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/2657-12/ed20110106>.

References

1. Hodgson, J. M. (2002). Introduction. In J. M. Hodgson (Ed.). *A Modern Reader in Institutional and Evolutionary Economics. Key Concepts*. Cheltenham: Edward Elgar.
2. Acemoglu, D., Robinson, J. (2017). *Чому нації занепадають? Покhodzhennya vlady, bahatstva ta bidnosti* [Why Nations Fail: The Origins of Power, Prosperity, and Poverty]. Ky'viv: Nash format [in Ukrainian].
3. North, D., Wallis, J. & Weingast, B. (2017). *Nasy'lstvo ta suspil'ni poryadky'. Osnovni chy'ny'ky', yaki vplyvayut' na khid istoriyi* [Violence and Social Orders: A Conceptual Framework for Interpreting Recorded Human History]. Ky'viv: Nash format [in Ukrainian].

4. Piketty, T. (2016). *Kapital u XXI stolitti* [Capital in the Twenty-First Century]. Ky'yiv: Nash format [in Ukrainian].
5. National Bank of Ukraine. (2018, January). *Inflyacijnyj zvit* [Inflation report]. Retrieved from <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=63442010> [in Ukrainian].
6. Dodd-Frank Wall street reform and consumer protection act (Public Law 111-203, 111th Congress). (2010). Retrieved from <https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-111publ203/html/PLAW-111publ203.htm>.
7. Stiglitz, J. (2017). *Cina nerivnosti* [The Price of Inequality]. Ky'yiv: Nash Format [in Ukrainian].
8. International Monetary Fund. (2011, October 27). *Macprudential Policy Tools and Frameworks: Progress Report to G20*. Retrieved from <https://www.imf.org/external/np/g20/pdf/102711.pdf>.
9. International Monetary Fund. (2009). *World Economic Outlook. Crisis and Recovery*. Retrieved from <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/01/>.
10. International Monetary Fund. (2010). *World Economic Outlook. Recovery, Risk, and Rebalancing*. Retrieved from <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2010/02/>.
11. HM Treasury. (2010, July 26). *A new approach to financial regulation: judgement, focus and stability*. Retrieved from <https://www.gov.uk/government/consultations/a-new-approach-to-financial-regulation-judgement-focus-and-stability>.
12. Deutsche Bundesbank. (2010, October 8). Retrieved from <http://www.bundesbank.de/finanzsystemstabilitaet/fs.en.php>.
13. European Systemic Risk Board. (n. d.). *About us*. Retrieved from <https://www.esrb.europa.eu/about/html/index.en.html>.
14. Basel Committee on Banking Supervision. (1999, October). *Documents concerning Core Principles*. Retrieved from <https://www.bis.org/publ/bcbs61.pdf>.
15. Basel Committee on Banking Supervision. (2017, December). *Basel III Monitoring Report*. Retrieved from <https://www.bis.org/bcbs/publ/d426.pdf>.
16. National Bank of Ukraine. (2015). *Pro Osnovni zasady monetarnoyi polity'ky' na 2016–2020 roky'* [About the Basic principles of monetary policy for 2016–2020] (Decree No. 541, August 18). Retrieved from https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=20985224&cat_id=68677 [in Ukrainian].
17. National Bank of Ukraine. (n. d.). *Makroekonomichni pokazny'ky'* [Macroeconomic Indicators]. Retrieved from https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=23487024&cat_id=57896 [in Ukrainian].
18. National Bank of Ukraine. (n. d.). *Hroshovo-kredy'tna ta finansova staty'sty'ka* [Monetary and financial statistics]. Retrieved from https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=27843415&cat_id=44578#1 [in Ukrainian].
19. Lucas, R. (1972). Expectations and the Neutrality of Money. *Journal of Economic Theory*, 4, 103–124.
20. Guthrie, G., Wright, J. & Yu, J. (1999). Testing the expectations theory of the term structure for New Zealand. *New Zealand Economic Paper*, Vol. 33, No. 1, 93–114.
21. Bernanke, B. S. (2004). Speech, December. *The logic of monetary policy*, Vol. 2.
22. Verkhovna Rada of Ukraine. (1992). *Pro informaciyu* [About information] (Act No. 2657-XII, October 2). Retrieved from <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/2657-12/ed20110106> [in Ukrainian].