
ЕКОНОМІЧНИЙ АНАЛІЗ В ДІЯЛЬНОСТІ БАНКІВСЬКИХ УСТАНОВ

УДК 336.71

Олександр Валерійович ДЗЮБЛЮК

доктор економічних наук,
професор,
завідуючий кафедрою банківської справи,
Тернопільський національний економічний університет

Віталій Ярославович РУДАН

кандидат економічних наук,
старший викладач,
кафедра банківської справи,
Тернопільський національний економічний університет

ОКРЕМІ КРИТИЧНІ АСПЕКТИ ОЦІНЮВАННЯ ОСНОВНИХ ЗАСАД ГРОШОВО- КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ

Дзюблюк, О. В. Окремі критичні аспекти оцінювання Основних засад грошово-кредитної політики Національного банку України [Текст] / Олександр Валерійович Дзюблюк, Віталій Ярославович Рудан // Економічний аналіз: зб. наук. праць / Тернопільський національний економічний університет; редкол.: О. В. Ярошук (голов. ред.) та ін. – Тернопіль: Видавничо-поліграфічний центр Тернопільського національного економічного університету «Економічна думка», 2017. – Том 27. – № 3. – С. 120-133. – ISSN 1993-0259.

Анотація

Вступ. У статті розглянуто проблеми та недоліки формування Основних засад грошово-кредитної політики, зокрема зосереджено увагу на висвітленні ключових елементів грошово-кредитної політики таких як цілі та інструменти її реалізації, монетарний режим, механізми забезпечення цінової і курсової стабільності. На основі критичного аналізу Основних засад грошово-кредитної політики подано власні рекомендації щодо оптимізації самого документу та грошово-кредитної політики Національного банку України в цілому.

Мета. Пошук окремих вагомих недоліків при формуванні Основних засад грошово-кредитної політики як цілісного стратегічного документу та формування пропозицій щодо його оптимізації виходячи з необхідності перегляду грошово-кредитної політики Національного банку України в напрямку досягнення фінансової стабільності і стимулювання економічного зростання.

Метод (методологія). Використано методи системного аналізу для оцінки ефективності Основних засад грошово-кредитної політики; методи аналогії та порівняння при дослідженні інструментів грошово-кредитної політики Національного банку України і провідних центральних банків світу; статистичні методи для аналізу динаміки макроекономічних показників.

Результати. На основі комплексного аналізу Основних засад грошово-кредитної політики обґрунтовано наявність поверхневого аналізу Національним банком глобальних тенденцій розвитку світової економіки та можливих ризиків для України, доведено неефективність сценарного планування розвитку економіки України та неповне врахування ризиків, які негативно позначаються на ефективності грошово-кредитної політики. Особливу увагу приділено аналізу дієвості інструментів грошово-кредитної політики в контексті забезпечення цінової стабільності та підтримки стійких темпів економічного зростання. Розроблено ряд методичних рекомендацій, які стосуються впровадження перехідного монетарного режиму, оптимізації інструментів грошово-кредитної політики, зокрема інструментів довгострокового рефінансування; удосконалення аналізу зовнішніх шоків та сценарного планування розвитку економіки, більш логічного та структурованого підходу до побудови Основних засад грошово-кредитної політики.

Ключові слова: грошово-кредитна політика; ризики; цінова стабільність; валютно-курсова стабільність; рефінансування.

© Олександр Валерійович Дзюблюк, Віталій Ярославович Рудан, 2017

Oleksandr Valeriiovych DZIUBLIUK

Doctor of Sciences (Economics),
Professor,
Head,
Department of Banking,
Ternopil National Economic University

Vitalii Yaroslavovych RUDAN

PhD in Economics,
Senior Lecturer,
Department of Banking,
Ternopil National Economic University

CRITICAL ASPECTS OF THE EVALUATION OF MONEY AND CREDIT POLICY BASIC PRINCIPLES OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE

Abstract

Introduction. The article deals with the problems and drawbacks of the formation of the fundamental principles of money and credit policy. The key elements of money and credit are considered. Among these elements the authors distinguished the goals and instruments of policy implementation, the monetary regime, mechanisms for ensuring price and exchange rate stability. On the basis of the results of critical analysis of the fundamentals of money and credit policy, the authors have worked out their own recommendations to optimize the document itself and the money and credit policy of the National Bank of Ukraine as a whole.

Purpose. The research aims to determine the important weaknesses in the formation of the fundamental principles of money and credit policy as an integral strategic document to form the proposals for its optimization on the basis of the necessity to revise the monetary policy of the National Bank of Ukraine in the direction of achieving financial stability and stimulating economic growth.

Method (methodology). In the course of the research we have used the methods of system analysis to assess the effectiveness of the fundamental principles of money and credit policy; methods of analogy and comparison to study the money and credit policy instruments of the National Bank of Ukraine and the leading central banks of the world; statistical methods to analyse the dynamics of macroeconomic indicators.

Results On the basis of the complex analysis of the fundamental principles of monetary policy, the existence of the National Bank's surface analysis of global trends in the development of the world economy and possible risks for Ukraine has been substantiated. The ineffectiveness of scenario planning of the Ukrainian economy development has been proved. The incomplete account of risks that negatively affect the efficiency of money and credit policy has been considered. Particular attention is paid to analysis of the effectiveness of monetary policy instruments in the context of ensuring price stability and supporting sustainable economic growth. It has been developed a number of methodological recommendations concerning the introduction of transitional monetary regime, optimization of monetary policy instruments, in particular long-term refinancing instruments, improvement of the analysis of external shocks and scenario planning of economic development, grounding of more logical and structured approach to the construction of the fundamental principles of money and credit policy.

Keywords: *monetary policy; risks; price stability; exchange rate stability; refinancing.*

JEL classification: E42, E44, E50, E58

Вступ

Розгляд «Основних засад грошово-кредитної політики» як визначального монетарного документу, реалізація якого суттєво впливає на економічний розвиток держави, має ґрунтуватися на засадах високої відповідальності наукової спільноти та експертного середовища України щодо формування таких пропозицій і рекомендацій до цього проекту, які б дозволили визначити оптимальну стратегію функціонування Національного банку у процесі реалізації монетарної політики відповідно до його завдань, визначених Конституцією України, та заради добробуту і процвітання українського народу. На жаль, давньоримський принцип «*Salus populi suprema lex*» («благо народу – вищий закон») ніколи не був основоположним ані для програмних документів, ані для практичної діяльності усіх владних структур в Україні. Тому формування основних підходів, які б висвітлювали критичні аспекти оцінювання головного програмного документу діяльності центрального банку нашої країни, слід вважати необхідною умовою розробки й реалізації таких напрямів грошово-кредитної політики в Україні, які б найбільшою мірою відповідали актуальним завданням економічного розвитку і

поліпшення життя народу.

Певні критичні зауваження до Основних засад грошово-кредитної політики Національного банку України, в різні періоди, висловлювалися в наукових та експертно-наукових матеріалах таких відомих вітчизняних вчених як: А. С. Гальчинський [1], В. І. Міщенко [2], А. М. Мороз, М. І. Савлук, М. Ф. Пуховкіна [3], А. В. Сомик [4; 5], В. С. Стельмах [6], однак, пропонувані ними зауваження не носили комплексного характеру, а стосувалися лише окремих аспектів механізму реалізації грошово-кредитної політики.

В умовах проведення реформування банківського сектору, та змін стратегічних пріоритетів діяльності Національного банку України, а також механізмів реалізації грошово-кредитної політики надзвичайно актуальним є питання формування ефективного стратегічного документу який би визначав дієві основні принципи і напрями грошово-кредитної політики, тобто документу, який щорічно затверджується Нацбанком під назвою «Основні засади грошово-кредитної політики». При чому, ефективність даного документу повинна вимірюватися не структурно-логічною побудовою розділів, а самою сутністю ключових принципів реалізації грошово-кредитної політики Національного банку України, спрямованої на вирішення як монетарних, так і загальноекономічних проблем.

Мета статті

Відтак, метою статті є пошук окремих вагомих недоліків при формуванні Основних засад грошово-кредитної політики як цілісного стратегічного документу та формування пропозицій щодо його оптимізації виходячи з необхідності перегляду грошово-кредитної політики Національного банку України в напрямку досягнення фінансової стабільності і стимулювання економічного зростання.

Виклад основного матеріалу дослідження

В останні два роки Національний банк України започаткував процедуру попереднього розгляду Пропозиції стосовно розроблення Основних засад-грошово-кредитної політики на 2018 рік та середньострокову перспективу [7] в експертно-наукових колах з метою формування ефективного стратегічного документу грошово-кредитної політики. В такому випадку аналіз Основних засад грошово-кредитної політики вимагає комплексного підходу до оцінки розділів цього документу з метою виявлення основних недоліків, висловлення критичних зауважень і пропозицій щодо їх оптимізації. Адже події останніх років показують, що назріла необхідність зміни самої моделі економічного розвитку, і для того щоб забезпечити стійке економічне зростання і підвищення добробуту суспільства, важливо знизити вразливість економіки до зміни зовнішніх умов, а також вирішити глибокі внутрішні структурні проблеми. За таких обставин Національний банк не може залишатися осторонь подій, що визначають умови економічного розвитку України, а його роль як пасивного спостерігача або регулятора постфактум має бути змінена активною роллю ефективного інституту реалізації державної економічної політики у монетарній сфері.

Саме у цьому контексті привертає до себе увагу перший ключовий посил документу, на якому робить наголос Національний банк, зазначаючи, що він «в межах своїх повноважень сприяє фінансовій стабільності». Однак, чому не забезпечує, а тільки «сприяє»? Крім того, питання фінансової стабільності є досить широким і охоплює велике коло макро- і мікроекономічних проблем, причому не лише власне фінансового сектора. Очевидно, що використовуючи подібні формулювання Національному банку зазвичай слід більш чітко наголошувати, що саме розуміють у керівництві НБУ під фінансовою стабільністю і за якими критеріями здійснюється її оцінка. Це необхідно з огляду на низьку на сьогоднішній день ефективність комунікаційної політики Національного банку у процесі інформування бізнесу і домогосподарств про те, що робить регулятор, які цілі перед собою ставить і які засоби використовує для їхнього досягнення. Саме чітке розуміння суспільством цілей НБУ є запорукою формування у діловому середовищі позитивних очікувань як необхідної передумови стабільного економічного зростання.

Світова економіка – глобальний контекст та ризики

В основі документу НБУ лежить оцінка світової економіки з точки зору можливих ризиків. Така постановка питання видається правомірною. Адже українська економіка – це мала відкрита економіка із високим ступенем залежності саме від зовнішніх ризиків (рис. 1). Та чи правильно вони були оцінені?

Те, що українська економіка мала – показує низький обсяг її ВВП, а те, що вона відкрита – показує висока частка зовнішньоторгового обороту у структурі ВВП, тобто обсяг експорту плюс імпорту товарів і послуг, перевищує ВВП країни. Це означає надзвичайно високу ступінь залежності національної економіки від глобальних чинників впливу, які позначатимуться на проведенні грошово-кредитної політики.

А якщо це так, то усі негативні прояви глобалізаційних процесів у розвитку світової економіки так чи інакше можуть проявити себе в Україні: значне посилення ринкової волатильності; прискорення процесу поширення дестабілізації з одного сектора фінансового ринку на інші; інтенсифікація руху

міжнародного спекулятивного капіталу з його негативним впливом на стан платіжного балансу окремих країн; дестабілізація фінансових і товарних ринків при високій спекулятивній активності.

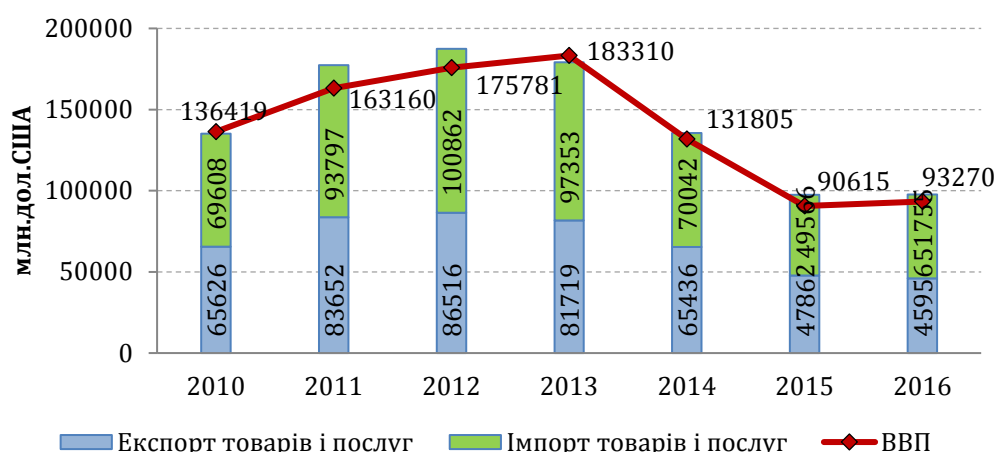


Рис. 1. Динаміка зовнішньоторгового обороту та ВВП України, млн. дол. США*

*Розраховано авторами на основі даних [8]

Як показує практика останніх десятиліть, світові фінансові кризи мали дуже серйозний негативний вплив на економічну ситуацію в Україні, стан валютного ринку і стабільність банківської системи. І Азійська фінансова криза 1997-1998 рр., і світова фінансова криза 2007-2008 рр. мали руйнівні наслідки для української економіки із-за її високої залежності від зовнішніх ринків. Тому розробка грошово-кредитної політики має спиратися на ґрунтовний аналіз глобальних тенденцій розвитку світової економіки та можливих ризиків для України (табл. 1).

Таблиця 1. Аналіз Національним банком глобальних тенденцій розвитку світової економіки та можливих ризиків для України

Фактори глобальних ризиків для світової економіки	Оцінка Національного банку України	Вірогідний сценарій
1. Вірогідність зростання цін на енергоносії	«ціни на енергоносії у середньостроковій перспективі поступово зростатимуть»	існує висока вірогідність того, що ціни можуть набути тенденції до зниження через активну політику США на енергоринку
2. Можливість наростання фінансової нестабільності у світових масштабах	«глобальні фінансові умови будуть достатньо сприятливими»	існує вірогідність наростання фінансової нестабільності через невпевненість інвесторів у надійності доларових активів і політики США «beggar my neighbor»

Це стосується передусім оцінки двох ключових чинників: по-перше, вірогідності зміни цін на енергоносії, що позначається на динаміці зростання світової економіки; по-друге, можливість посилення фінансової нестабільності у світових масштабах із перспективами переростання у глобальну фінансову кризу. На обидва ці питання НБУ дається однозначна відповідь.

Так, аналізуючи глобальні тенденції розвитку світової економіки та можливі ризики, Національний банк України робить однозначний висновок про те, що ціни на енергоносії у середньостроковій перспективі поступово зростатимуть. Аргументом на користь цього висновку, на думку НБУ, є те, що основну підтримку цінам надаватиме виконання угоди між основними виробниками нафти (ОПЕК+) щодо скорочення обсягів видобутку на тлі зростання світового попиту. Однак розгляд тільки рішень країн-членів ОПЕК як головного ціноутворюючого фактора у цьому контексті видається недостатньо обґрунтованим, оскільки меншою мірою враховує або не враховує зовсім фактор поведінки Сполучених Штатів на світовому ринку енергоносіїв. І у даному разі йдеться не просто про стримування росту цін, про що зазначається у прогнозі НБУ.

Існує досить висока вірогідність того, що ціни можуть набути тенденції до зниження. Так, 10 серпня 2017 року виступаючи на прес-конференції за результатами засідання Ради національної безпеки

Президент США Дональд Трамп наголосив, що його політика буде спрямована на істотне зниження цін на енергоносії та нарощування їхнього експорту із США. Така політика, на його думку, має дуже не сподобатися Росії, що спростовуватиме звинувачення з боку Демократичної партії та слугуватиме прямим свідченням відсутності будь-якої змови між ним та керівництвом РФ щодо сприяння у перемозі на президентських виборах США у 2016 р. Отже фактор внутрішньополітичної боротьби у Сполучених Штатах може визначити загальний понижувальний ціновий тренд на світовому ринку енергоносіїв.

Припущення Національного банку України про те, що глобальні фінансові умови будуть достатньо сприятливими і це спростуватиме повернення України на міжнародні ринки капіталу також видається не дуже обґрунтованим і поверховим. Це пов'язано із наступними двома факторами.

По-перше, необхідно враховувати понижувальні тенденції обмінного курсу долара США щодо провідних резервних валют, що спостерігаються від початку 2017 року (рис. 2). Це відображає загальну невпевненість американських і світових інвесторів у надійності доларових активів, слугуючи підставою для породження нестабільності на світових фінансових ринках.

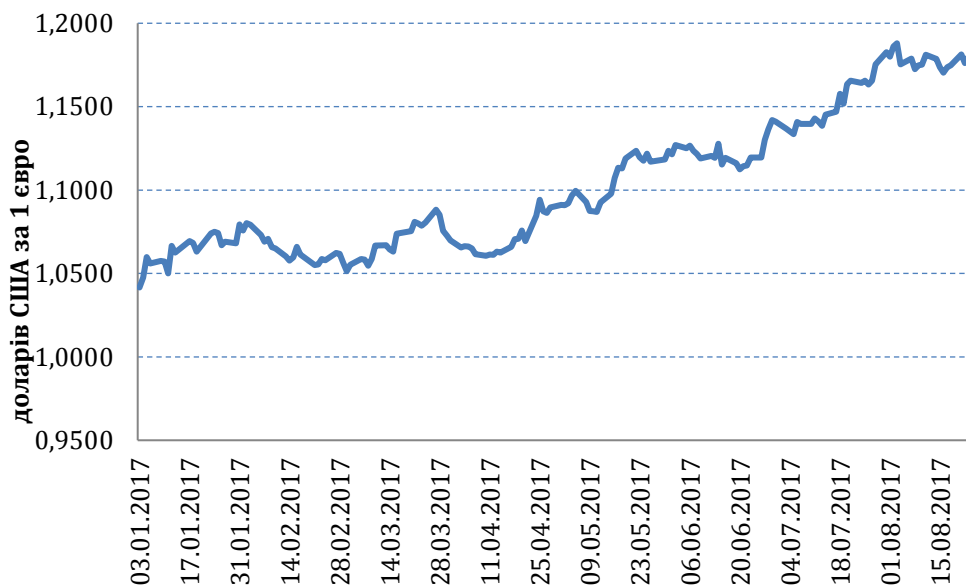


Рис. 2. Динаміка обмінного курсу долара США до євро*

*Розраховано авторами на основі даних [8]

По-друге, ще одним контраргументом щодо надмірно оптимістичної оцінки Національним банком глобальних фінансових умов як «сприятливих» є економічна політика новообраного Президента США, яку планується здійснювати під гаслом «Make America Great Again». Її головною ціллю є створення додаткових робочих місць у США та повернення провідними американськими корпораціями своїх виробничих потужностей із-за кордону на територію країни.

Засобами для досягнення цих цілей будуть відповідні податкові механізми (для цього у Конгресі зараз розробляються поправки до податкового законодавства), протекціоністські митні тарифи на імпорт та інші адміністративні інструменти, які покликані примусити американські компанії інвестувати та створювати робочі місця на території США. Така економічна політика, що здійснюватиметься за принципом «beggar my neighbour» («розори сусіда»), без сумніву спричинить зворотні обмежувальні заходи по всьому світові, що самим негативним чином позначиться на динаміці міжнародної торгівлі та може стати вагомим фактором уповільнення зростання світової економіки із подальшим сповзанням у рецесію.

Сценарії макроекономічного розвитку

У якості одного із факторів прискорення економічного зростання у 2018 році Національним банком відзначається «диверсифікація українського експорту та опанування нових ринків». При цьому не уточнюється, яким саме чином має бути досягнута дана мета, особливо з урахуванням високої вірогідності розгортання торговельних війн, про що зазначалось вище, а також відсутності будь-яких конкретних пропозицій на законодавчому рівні з боку Верховної Ради України та практичної реалізації з боку Кабінету Міністрів України заходів із стимулювання експорту продукції із високою часткою доданої вартості.

Попри те, що проголошення відходу від сировинної моделі експорту із високим ступенем залежності від кон'юнктури зовнішніх ринків та перманентним ризиком підриву валютної стабільності в

Україні мало би стати стратегічною ціллю державної економічної політики, за 26 років від моменту проголошення незалежності структура експорту країни не зазнала суттєвих змін, а відтак, виходячи із дій виконавчої та законодавчої влади, немає ніяких підстав вважати, що у 2018 році розвиток ситуації у сфері зовнішньоторговельних відносин України набуде принципово відмінного характеру.

Очевидно, що формулювання у такий спосіб оцінок НБУ щодо сценаріїв макроекономічного розвитку можна вважати таким, що має описовий і неконкретний характер, зокрема такий підхід регулятора не визначає ключових сценаріїв макроекономічного розвитку, окрім базового. А пропонований базовий сценарій не містить кількісних маяків макроекономічного розвитку, що не сприятиме прийняттю адекватних управлінських рішень у сфері грошово-кредитного регулювання.

Відтак, зважаючи на те, що Основні засади грошово-кредитної політики як документ з одного боку мають бути дорожньою картою для Національного банку України, а з іншого – основним інформаційним джерелом про можливу зміну ситуації на грошово-кредитному ринку для суб'єктів економіки, на наш погляд, макроекономічні сценарії повинні бути детально розробленими і обгрунтованими за наступним прикладом (табл. 2):

Таблиця 2. Характеристика основних сценаріїв макроекономічного розвитку*

	Базовий сценарій	Кризовий сценарій	Сценарій позитивного розвитку
Опис сценарію	Сценарій який реалізується в момент формування Основних засад грошово-кредитної політики, який має короткостроковий аспект. Тобто містить відображення реального стану речей в економіці України та за її межами.	Відображає ймовірну кризову ситуацію і кризові тенденції у вітчизняній економіці та банківській системі разом із розгорнутим аналізом можливих причин виникнення кризи, в т. ч. і системних ризиків.	Відображає бажаний для Національного банку України і влади в цілому сценарій розвитку української економіки з розгорнутим переліком необхідних для цього умов (монетарних, макроекономічних, правових, тощо)
Заходи грошово-кредитної політики	Детальна характеристика поточних заходів грошово-кредитної та валютно-курсової політики Національного банку України з оцінкою дієвості їх інструментів. Обгрунтування необхідності/доцільності змін монетарного режиму, практики застосування інструментів грошово-кредитної та валютно-курсової політики виходячи із поточної ситуації.	Характеристика антикризових інструментів грошово-кредитної і валютно-курсової політики з поясненням порядку їх зміни у відповідності до тенденцій розвитку економіки та грошово-кредитного ринку. Обгрунтування необхідності та механізмів впровадження нетрадиційних інструментів грошово-кредитної політики, зокрема у в частині процентної політики, політики рефінансування та політики на відкритому ринку.	Опис інструментів та заходів грошово-кредитної політики спрямованих на стимулювання економічного зростання національної економіки та забезпечення стабільного розвитку банківської системи України.
Цільові орієнтири	Порівняння задекларованих цілей грошово-кредитної політики (індекс споживчих цін; валютний курс; ліквідність банківської системи; приріст кредитних вкладень в реальний сектор економіки; приріст ВВП) з поточними значеннями монетарних індикаторів та пояснення причин їх невідповідності.	Визначення антикризових цілей грошово-кредитної політики, які будуть кількісно виражені у вигляді певних значень монетарних і макроекономічних індикаторів, досягнення яких сигналізуватиме про закінчення кризи.	Визначення цілей грошово-кредитної політики, які будуть орієнтирами не тільки для Національного банку України, а й всіх економічних суб'єктів щодо темпів економічного зростання, що виражатиметься динамікою ВВП, кредитних вкладень в економіку, ліквідності банківської системи, а також кількісним значенням мінімального рівня інфляції і коридору валютного курсу.

*Власна розробка авторів.

Таким чином, детальний опис сценаріїв, заходів грошово-кредитної політики і її цільових орієнтирів дасть змогу сформувати чіткий комунікаційний ефект Національного банку України на всіх суб'єктів економіки, що дозволить сформувати в них позитивні ділові очікування.

Ризики грошово-кредитної політики

Очевидно, що важливим аспектом розробки ефективних заходів грошово-кредитного впливу на економіку є адекватна оцінка тих ризиків, які будуть притаманні в оглядовій перспективі монетарній сфері, та мінімізацію яких власне і покликаний здійснювати центральний банк. У цьому зв'язку особливої уваги заслуговує здійснювана НБУ оцінка відповідних ризиків. Так, твердження Національного банку про те, що «невизначеність для інфляційного розвитку пов'язана із адміністративно-регульованими тарифами, зокрема на енергоносії», а також про те, що ці тарифи можуть «відхиляти траєкторію інфляції в обидва боки» видається не зовсім коректним, оскільки, як показує практика, динаміка таких тарифів має винятково підвищувальну спрямованість. Жодного разу адміністративно регульовані тарифи не знижувались. А відтак «траєкторія інфляції» відхилятиметься лише в один бік – підвищення, а не в «обидва боки», як заявляє Національний банк.

Сам факт визнання Національним банком наявності структурних інфляційних чинників, що лежать «поза межами впливу грошово-кредитної політики», свідчить про підготовку ґрунту для зняття у майбутньому із себе відповідальності у разі неможливості досягти проголошених цілей інфляції, заявлених у рамках політики так званого «інфляційного таргетування». Однак такий підхід зазвичай має своїм результатом лише подальше падіння і так невисокої довіри до грошово-кредитної політики НБУ з боку суспільства, породжуючи негативні настрої серед інвесторів щодо перспектив розвитку української економіки та низьких можливостей центрального банку забезпечити цінову стабільність.

Також у цьому підрозділі досить своєрідною видається оцінка Національним банком ситуації у зовнішньому секторі економіки, де ризики визначаються виходячи із динаміки світових цін на сировинні товари, які у пропонованому НБУ «сценарії» можуть або підвищуватись або знижуватись. Такий прогноз Національного банку вочевидь будується за принципом: «завтра піде дощ... або не піде». Однак цілком зрозуміло, що оцінка перспектив розвитку ситуації на зовнішніх ринках для малої, відкритої, експортно-орієнтованої економіки, якою і є економіка України, мала б ґрунтуватися на глибокому аналізі цілого комплексу макроекономічних і політичних факторів розвитку світової економіки. Адже результати такого аналізу є життєво важливими для достовірної оцінки вірогідності дестабілізації ситуації в Україні з огляду на залежність вітчизняної економіки від зовнішніх ринків сировинних товарів із усіма очевидними наслідками для валютної і фінансової стабільності.

У цьому зв'язку, оскільки цей підрозділ стосується ризиків, доречно було б поставити питання, чи аналізуються, зокрема, на рівні експертних оцінок НБУ:

- вірогідність розгортання нової світової фінансової кризи як такої, що мала місце 10 років назад;
- можливі причини поширення фінансової нестабільності у світі;
- основні напрями можливого впливу фінансової кризи на Україну.

Наприклад, доцільно було б взяти до уваги вірогідність розгортання кризових явищ на світовому ринку автокредитування, який є другим за величиною після ринку іпотечних кредитів, проблеми на якому в 2007 році спричинили світову фінансову кризу. При цьому такі фактори як махінації із страховими виплатами за автокредитами провідного американського банку Wells Fargo або маніпулювання із програмним забезпеченням щодо рівня шкідливих викидів провідним автоконцерном Volkswagen можуть стати факторами впливу на довіру інвесторів до відповідних фінансових активів із усіма передумовами для розгортання фінансової кризи, як це було у випадку із Lehman Brothers у 2008 р. Однак ніякі такі фактори не аналізуються і не враховуються у прогнозах НБУ.

Крім того, оцінка перспектив розвитку ситуації на зовнішніх ринках для економіки України, мала б ґрунтуватися на глибокому аналізі цілого комплексу макроекономічних і політичних факторів розвитку світової економіки. Адже результати такого аналізу є життєво важливими для достовірної оцінки вірогідності дестабілізації ситуації в Україні з огляду на залежність вітчизняної економіки від зовнішніх ринків із усіма очевидними наслідками для валютної і фінансової стабільності.

У цьому контексті покажемо, що в якості одного із факторів прискорення економічного зростання у 2018 році Національним банком відзначається «диверсифікація українського експорту та опанування нових ринків». При цьому не уточнюється, яким саме чином має бути досягнута дана мета, особливо з урахуванням високої вірогідності розгортання торговельних війн, а також відсутності будь-яких конкретних пропозицій з боку Верховної Ради та Кабінету Міністрів щодо стимулювання експорту продукції із високою часткою доданої вартості (рис. 3).

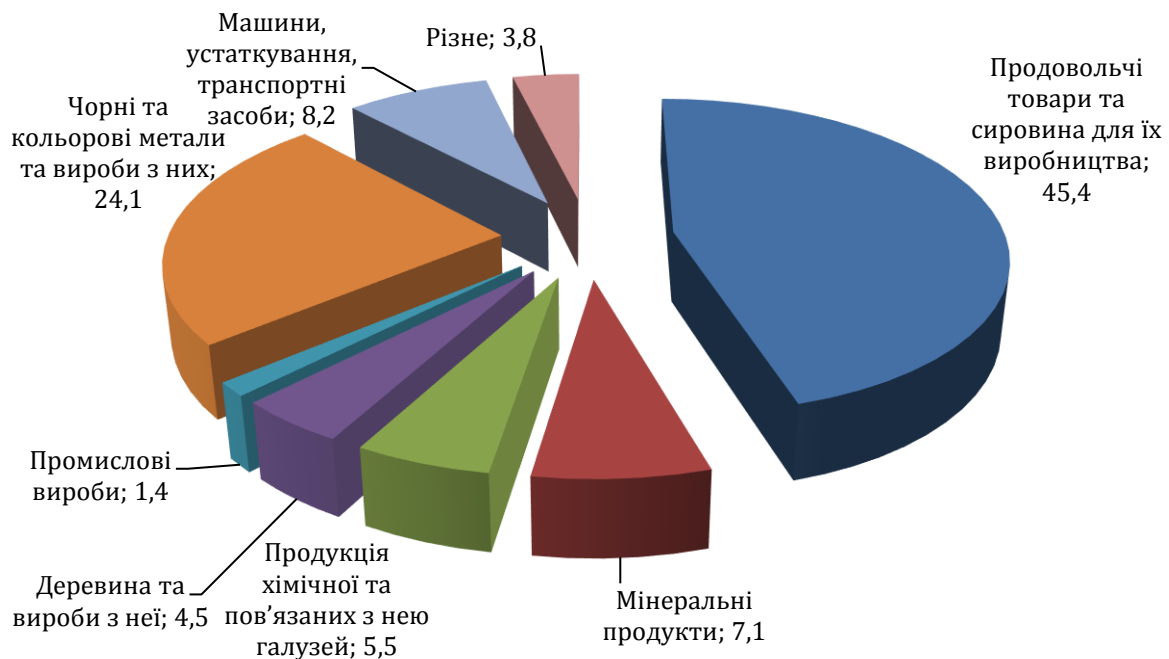


Рис. 3. Товарна структура експорту України у 2016 р., %*

*Розраховано авторами на основі даних [8].

Як видно із наведеної на рис. 3 діаграми, в українському експорті продовжують домінувати продовольчі товари і сировина для їх виробництва, а також чорні і кольорові метали та вироби з них. А відтак, виходячи із дій виконавчої та законодавчої влади, немає ніяких підстав вважати, що у 2018 році та і в наступні роки розвиток ситуації у сфері зовнішньоторговельних відносин України набуде принципово відмінного характеру.

Водночас проголошення відходу від сировинної моделі експорту із високим ступенем залежності від кон'юнктури зовнішніх ринків та перманентним ризиком підриву валютної стабільності в Україні мало би стати стратегічною ціллю державної економічної політики, однак за 26 років від моменту проголошення незалежності структура експорту країни так і не зазнала суттєвих змін.

Крім того, оцінка НБУ ризиків не містить аналізу одного із ключових ризиків для нашої країни – політичного ризику, рівень якого вірогідно зростатиме у 2018 році у зв'язку із наближенням парламентських та президентських виборів 2019 року. Як показує попередня практика передвиборчих кампаній, в Україні у такі періоди має місце загострення політичних протистоянь, які негативно впливають на інфляційні і ділові очікування, а також динаміку обмінного курсу.

Більшість передвиборчих кампаній в Україні зазвичай призводили до зростання волатильності валютного курсу внаслідок зростання невизначеності і невпевненості економічних агентів у найближчих перспективах та до зростання інфляції внаслідок реалізації популістських рішень та необґрунтованого збільшення соціальних видатків із Державного бюджету. Таким чином, оцінка політичного ризику і пов'язаних із ним інфляційного та валютного ризиків є необхідною умовою підвищення достовірності прогнозування макроекономічного розвитку України на найближчу перспективу.

Принципи грошово-кредитної політики

Важливим аспектом ефективної реалізації грошово-кредитної політики є обрання її адекватних принципів як вихідних базових умов, котрі визначають усі подальші дії регулятора на фінансовому ринку. У зв'язку із цим зазначення Національним банком України положення про «дотримання плаваючого обмінного курсу» в якості основоположного принципу грошово-кредитної політики слід вважати одним із факторів макроекономічної і фінансової нестабільності з огляду на ту важливу роль, яку динаміка валютного курсу визначає у процесі ціноутворення на товарному ринку, а також на той вплив, який вона має на функціонування фінансового ринку, враховуючи значну питому вагу виражених у іноземній валюті вимог і зобов'язань у загальній структурі активів і пасивів банківської системи.

Потрібно нагадати, що саме свідома відмова Національного банку від підтримки валютно-курсової стабільності та самоусунення регулятора із валютного ринку спричинили у 2014-2016 рр. ті наслідки для банківської систем і економіки, які ще протягом тривалого періоду часу визначатимуть негативні тенденції економічного розвитку України, діловий песимізм та низьку інвестиційну

привабливість, не кажучи вже про наслідки багатомільярдних втрат для бізнесу і населення унаслідок ліквідації половини банківської системи країни.

Цілком очевидно, що високий рівень довіри до Національного банку та впевненість економічних агентів у ефективності здійснюваної ним грошово-кредитної політики має ґрунтуватися на відповідальному дотриманні проголошених принципів і розумінні того факту, що заявлена НБУ «пріоритетність досягнення та підтримка цінової стабільності в державі» є в нинішніх умовах економічного розвитку України неможливою без аналогічних твердих намірів регулятора, його готовності і бажання забезпечувати валютно-курсову стабільність. Дана стабільність має стати однією із двох ключових складових нарівні із ціновою стабільністю щодо формулювання головного фундаментального принципу грошово-кредитної політики, пов'язаного із забезпеченням стабільності національної грошової одиниці України – гривні.

Цінова стабільність – пріоритетна ціль НБУ

Потрібно наголосити, що використання цінової стабільності в якості пріоритетної цілі грошово-кредитної політики відповідає загальносвітовим нормам функціонування економік розвинутих країн, що мають надійну інституційну основу реалізації такої політики з огляду на добре розвинуту мережу фінансових інститутів, жорстке антимонопольне регулювання та конкурентне середовище, добру керованість державними фінансами, а також високий ступінь довіри суспільства до політики центрального банку. Очевидно, що згадані фактори відсутні в Україні.

Навпаки, монополізація ринку, адміністративне регулювання цін і тарифів, відсутність конкуренції, дисбаланс державної фінансової політики і постійна монетизація державного боргу, нестабільність валютного курсу є тими факторами, що породжують глибоку суспільну недовіру до можливості Національного банку забезпечити дотримання наявних показників для річної зміни індексу споживчих цін. При цьому, якщо НБУ, оголосивши цільові показники приросту індексу споживчих цін у рамках так званого «інфляційного таргетування», одразу заявляє, що «інфляція може відхилитися у короткостроковому періоді від заздалегідь оголошених цільових значень у зв'язку із впливом зовнішніх і внутрішніх шоків», то це означає лише одне: Національний банк України по суті знімає із себе відповідальність за дотримання заявлених інфляційних величин і розписується у власній неспроможності контролювати інфляцію. Це власне і відбувалося на практиці, коли інфляційні прогнози НБУ не відповідали дійсності (табл. 3)

Таблиця 3. Реалізація на практиці режиму інфляційного таргетування в Україні*

Період	Річний показник приросту індексу споживчих цін, передбачений НБУ в «Основних засадах грошово-кредитної політики» відповідних років, %	Індекс споживчих цін до грудня попереднього року, %	Величина девальвації офіційного курсу гривні до долара США, %
2012 р.	7,9	-0,2	-0,04
2013 р.	4-6	0,5	0,00
2014 р.	12	24,9	-97,3
2015 р.	9	43,3	-52,2
2016 р.	12	12,4	-0,13

*Розраховано авторами на основі даних [8].

Очевидно, що набагато доречніше було б проголосити орієнтовні показники приросту споживчих цін не просто так, у відриві від реальних економічних процесів, а на основі сукупності домовленостей із Урядом щодо реалізації комплексу заходів фінансової і економічної політики, направлених на подолання монополізму і жорстке покарання порушників антимонопольного законодавства, зведення до мінімуму частки цін і тарифів, що регулюються адміністративно, заохочення конкуренції у всіх секторах ринку, стабілізації державних фінансів і поступового зменшення державного боргу.

Тільки на засадах активної співпраці НБУ і Уряду щодо формування ефективних ринково-конкурентних основ економіки можуть бути створені об'єктивні передумови, які визначатимуть можливість дотримання Національним банком заявлених показників інфляційної динаміки, що також сприятиме належному рівню довіри з боку суспільства до результативності грошово-кредитної політики НБУ, яке буде у такий спосіб підтверджене наочно, а не шляхом запровадження штучного показника «базової інфляції», з якого маніпулятивним чином виключаються найважливіші фактори впливу на цінову динаміку, і який через це не має жодної інформаційної цінності ані для домогосподарств, ані для бізнесу щодо планування майбутньої ділової активності.

Сприяння фінансовій стабільності

Щодо проголошеної цілі із сприяння фінансовій стабільності, то в «Основних засадах» недостатньо чітко обґрунтовано як «застосування плаваючого обмінного курсу» без будь-яких гарантій з боку Національного банку щодо недопущення різкої девальвації гривні, як це було в недалекому минулому, буде сприяти досягненню даної цілі. Очевидно, що достатньо поверхневий підхід у формулюванні завдань щодо забезпечення фінансової стабільності ґрунтується на нерозумінні, а радше всього на свідомому ігноруванні тих фундаментальних причинно-наслідкових залежностей на фінансовому ринку, які полягають у тому, що низька інфляція, валютно-курсова стабільність, довіра до гривні і довіра до банківської системи є нерозривно пов'язаними між собою поняттями.

Яскравим свідченням цього є події 2014-2016 рр., коли свідоме допущення Національним банком триразової девальвації гривні, що є безпрецедентною для сучасної світової економіки практикою, призвело не лише до розкручування маховика інфляції майже до гіпер-розмірів, але і зумовило глибоку кризу довіри з боку суспільства до національної грошової одиниці, спричинивши масований відтік депозитів із банків та по суті підірвавши фінансову стабільність банківської системи. А це, в свою чергу, призвело до багатомільярдних збитків банківських установ та банкрутства багатьох банків, попри офіційні заяви НБУ про те, що банки були виведені із ринку через непрозору структуру власності чи небажання здійснити докапіталізацію.

З іншого боку, заявлені Національним банком зусилля щодо «усунення ризиків для фінансової стабільності шляхом застосування належного мікро- та макропруденційного регулювання та нагляду» мають ґрунтуватися певному емпіричному досвіді такої роботи, з огляду на нульову ефективність такого нагляду упродовж останнього періоду часу. Йдеться про те, що реалізація таких функцій центральним банком має ґрунтуватися на суворій кримінальній відповідальності і покаранні винних за порушення чинного законодавства України, причому як з боку топ-менеджменту і власників комерційних банків за фіктивне кредитування і виведення коштів вкладників за кордон, так і керівництва наглядових підрозділів самого НБУ, котрим не було вжито ніяких превентивних заходів для недопущення зазначених порушень у функціонуванні банківського сектора країни.

Цілком очевидно, що сьогоднішні реалії вітчизняного фінансового ринку відображають недостатність лише економічних інструментів для забезпечення виконання цілей щодо досягнення фінансової стабільності. Це визначає необхідність чіткого проголошення Національним банком намірів щодо сприяння правоохоронним органам у притягненні винних у вчинених порушеннях банківського законодавства до суворої відповідальності, аж до кримінальної, як це і має місце у всіх цивілізованих країнах світу.

Підтримка стійких темпів економічного зростання

Цікаво, що заявлена Національним банком в Основних засадах грошово-кредитної політики «підтримка стійких темпів економічного зростання та економічної політики Уряду» такою по суті не є. Із пропонуваного тексту випливає, що єдиним, на думку НБУ, засобом підтримки економічного зростання є «створення середовища із низькою та стабільною інфляцією». Однак, як показують результати останньої світової фінансової кризи в розвинутих країнах, котрі мали досвід не лише «низької та стабільної інфляції», але і дефляції, це аж ніяк не позначилося позитивним чином на сприянні економічному зростанню в цих країнах, а навпаки істотно йому перешкоджало, що якраз таки потребувало активного втручання з боку центральних банків цих країн.

А поскільки дієвих важелів для того, щоб забезпечити «низьку та стабільну інфляцію» Національний банк у своєму розпорядженні не має, про що йшлося вище, то власне і ніяких механізмів для того, щоб сприяти стійкому економічному зростанню, НБУ використовувати і не збирається, не зважаючи на зроблені заяви.

І на підтвердження таких своїх деструктивних намірів у пропонуваному документі НБУ наводить іншу тезу про те, що він «не піддаватиметься тиску та не використовуватиме інструменти грошово-кредитної політики для досягнення цілей, не сумісних з його пріоритетною ціллю». На жаль, у цій сентенції, що більш притаманна мові політиків, а не серйозному документові центрального банку, не уточнюється, хто саме і який тиск збирається вчиняти на керівництво Національного банку, однак достатньо чітко наголошується, що ніякого сприяння економічному зростанню з боку НБУ здійснено не буде! Як не буде вочевидь і забезпечення стабільності національної грошової одиниці, що передбачено конституційним завданням НБУ, бо ніякий тиск чи заклики з боку суспільства не зупинили його від здійснення триразової девальвації національної валюти.

Однак це дуже дивно з огляду на оцінку досвіду реалізації грошово-кредитної політики центральних банків провідних розвинутих країн світу, котрі з метою подолання наслідків фінансової кризи визначили своїм пріоритетом сприяння економічному зростанню та зменшення рівня безробіття, навіть усупереч традиційному пріоритету щодо забезпечення цінової стабільності. Тому незрозуміло, чому Національним банком взагалі проігноровано питання підтримки і стимулювання внутрішнього

попиту, який в умовах військово-політичних конфліктів та низьких цін на сировину як основну складову українського експорту є ключовим фактором стимулювання економічного розвитку.

Окрім цього, враховуючи сучасний стан економіки України та виходячи із жорстких обмежень щодо митно-тарифного і податкового стимулювання національного виробника в рамках СОТ, грошово-кредитна політика Національного банку України повинна використовуватися як фундаментальна основа політики неопротекціонізму за зразком розвинутих країн світу. Особливо варто звернути увагу на практичні аспекти грошово-кредитної політики Китаю, де основною метою центрального банку є стабільність національної валюти та підтримка економічного зростання. Економічне зростання у Китаї стимулюється за рахунок цільового рефінансування державних банків розвитку під конкретні державні програми з розвитку високих технологій, переробної промисловості, енергозбереження та сільського господарства, які не забороняються правилами СОТ.

Протекціоністська грошово-кредитна політика передбачає фактичну відмову від інфляційного таргетування та перехід до таргетування валютного курсу в рамках валютного коридору, таргетування ліквідності банківської системи та таргетування темпів приросту ВВП. У такому випадку обов'язковим завданням центрального банку та Уряду є налагодження контролю за транскордонним рухом капіталу (можливе введення податку або інших адміністративних обмежень на вивіз капіталу за кордон), впровадження довгострокових інструментів рефінансування (на термін 3-5 років за зразком ФРС США, ЄЦБ, Банку Англії, Банку Японії, Народного банку Китаю) за ставкою нижчою за рівень рентабельності підприємств пріоритетних галузей економіки, розвиток фондового ринку та операцій РЕПО центрального банку. При цьому, необхідним є створення державних спеціалізованих банків розвитку, які стануть трансляторами такої грошово-кредитної політики, а центральний банк, по суті, отримує функції продуктивного перерозподілу кредиту в економіці, який в ринковій економіці є інструментом стимулювання економічного зростання [9].

Інструменти грошово-кредитної політики

Національний банк України, відштовхуючись від постулатів реалізації режиму так званого інфляційного таргетування, визначив для себе, що він досягатиме встановленої цілі щодо інфляції насамперед шляхом коригування ключової процентної ставки – процентної ставки за операціями регулювання ліквідності. Однак, виділення серед усіх інструментів грошово-кредитної політики облікової ставки як такого інструменту, що має «найбільший вплив на стан грошово-кредитного ринку» виглядає радше як видання бажаного за дійсне.

Справді, у провідних країнах світу із добре розвинутою інституційною структурою фінансових ринків та широким набором фінансових інструментів регулювання процентної ставки є одним із головних макроекономічних параметрів, зміна якого безпосередньо позначається на формуванні очікувань і прийнятті рішень учасниками ринку. І то, навіть у цих країнах в умовах кризових явищ і низьких, близьких до нуля процентних ставок, центральні банки, розуміючи недовірливість цього інструменту, змушені були шукати альтернативні варіанти впливу на фінансовий ринок і економічні процеси, застосовуючи широкий набір інструментів неконвенційної монетарної політики.

В Україні ж низький рівень дієвості облікової ставки як інструменту НБУ підтверджується практично відсутнім впливом її як на динаміку процентних ставок за основними банківськими операціями, так і на формування ділових очікувань суб'єктів ринку і на перебіг інфляційних процесів.

Інші зазначені Національним банком України інструменти (тендери рефінансування, депозитні сертифікати НБУ, обов'язкове резервування) відображають традиційні підходи до реалізації грошово-кредитної політики у той час, як світова банківська практика засвідчує можливість активного використання центральними банками засобів неконвенційної монетарної політики задля фінансової стабілізації і стимулювання економічного росту.

Йдеться про широкомасштабний викуп державних і корпоративних цінних паперів, розширення переліку активів, що приймаються в забезпечення, довгострокові кредитні операції, спрямовані на поживлення кон'юнктури у реальному секторі, стимулювання інвестиційної активності і підвищення попиту на ризикові активи. Також варто було б розглянути можливість реалізації інструментів довгострокового рефінансування, які як і в розвинутих країнах (США, ЄС, Англія) повинні стати основою довгострокового кредитування реального сектору економіки і, як наслідок, основним стимулом економічного зростання.

Політика обмінного курсу та валютні обмеження

Формулювання підходів до реалізації валютно-курсової політики, згідно яких НБУ дотримуватиметься режиму плаваючого обмінного курсу і не буде сприяти «досягненню певного рівня або діапазону обмінного курсу», несе у собі цілий ряд загроз макроекономічній і фінансовій дестабілізації, що пов'язано із самим негативним впливом надмірної волатильності валютного курсу на стан економіки.

Ситуація невизначеності, коли жоден прогноз не спроможний дати точну оцінку рівня валютного курсу навіть на найближчу перспективу, не сприяє формуванню позитивних очікувань учасників ринку, а в умовах, коли відсутні будь-які інструменти страхування валютного ризику, пропагований Національним банком режим вільного плавання обмінного курсу є прямим шляхом до майбутньої дестабілізації банківського сектора і економіки загалом.

Оптимальним варіантом вирішення цієї проблеми було б встановлення Національним банком певного перехідного періоду, упродовж якого метою активної структурної перебудови економіки є виконання програм Уряду щодо дедоларизації, нарощування виробництва продукції із значною часткою доданої вартості, зниження залежності експорту від кон'юнктури світових сировинних ринків, що у кінцевому підсумку має знизити рівень валютно-курскових ризиків як для банківського сектора, так і для суб'єктів зовнішньоекономічної діяльності. До завершення цього періоду Національний банк має виступати гарантом забезпечення валютно-курсової стабільності, а не інститутом, що своєю діяльністю чи бездіяльністю спричиняє масовану девальвацію національної грошової одиниці.

У рамках реалізації такої стратегії валютно-курсової політики НБУ може бути заявлено про чіткі гарантії невиходу вірогідного коливання обмінного курсу гривні за певні рамки, задля чого Національний банк може застосовувати наявний у нього широкий набір економічних та адміністративних інструментів валютного регулювання. Таке чітке проголошення намірів центрального банку могло б дати цілком зрозумілий позитивний сигнал для всіх учасників ринку щодо намірів НБУ забезпечувати валютно-курсову стабільність як необхідну умову завершення структурних реформ економіки України і сприяння пошуків ділової активності не лише у зовнішньоекономічній діяльності, але і на внутрішньому ринку.

Також не може не викликати занепокоєння проголошення Національним банком в якості головної цілі інтервенцій на валютному ринку «накопичення міжнародних резервів». Адже якщо НБУ заявляє про свої наміри щодо «згладжування надмірної волатильності обмінного курсу», то це передбачає як операції із купівлі, так і з продажу іноземної валюти на внутрішньому валютному ринку. Нарощування ж міжнародних резервів характеризує лише односторонню спрямованість таких операцій щодо придбання іноземної валюти Національним банком. Підтвердженням такої діяльності НБУ є його активність на валютному ринку упродовж останнього періоду часу, коли шляхом активного скуповування іноземної валюти НБУ свідомо стримував зміцнення гривні, що зайвий раз свідчить про девальваційну спрямованість валютної політики Національного банку.

Валютна лібералізація

Не зовсім зрозуміло, чому розгляд питань валютної лібералізації зосереджує увагу лише на переході до режиму вільного руху капіталу, що передбачає спрямованість валютної політики НБУ на скасування відповідних валютних обмежень. Така лібералізація в умовах низької інвестиційної привабливості економіки України, що підтверджується оцінками провідних рейтингових агентств, матиме своїм результатом лише одностороннє виведення капіталів за кордон. При цьому НБУ жодним чином не зазначає, що саме він, як головний регулятор валютних відносин в країні, планує здійснювати задля боротьби із неповерненням валютної виручки та застосуванням незаконних схем щодо виведення валютних коштів в офшори.

Що ж стосується власне валютної лібералізації, то вочевидь більш оптимальним варіантом дій регулятора було б обрання стратегії поступового послаблення обмежень за поточними, а не капітальними операціями платіжного балансу як необхідної умови створення сприятливого бізнес-середовища у сфері зовнішньоекономічної діяльності. Необхідно нагадати, що більшість із таких обмежень було запроваджено у якості запізнілої і малоефективної реакції НБУ на ті кризові явища на валютному ринку, які виникли у результаті обвалу обмінного курсу гривні. Якщо б ціллю Національного банку було дотримання валютно-курсової стабільності, то потреби у більшості валютних обмежень із подальшою їх лібералізацією просто не виникло б.

Ще одними із основних проблемних питань даного аспекту Основних засад грошово-кредитної політики мало б стати питання функціонування тіньового валютного ринку. Адже функціонування такого ринку несе великі загрози ціновій і фінансовій стабільності шляхом підвищення ризиків волатильності валютного курсу та стимулювання розвитку тіньової економіки, яка не сприяє ефективному функціонуванню всієї економічної системи країни, виявляє деструктивний вплив на стан державних фінансів, грошовий обіг та банківську систему. Тому ліквідація тіньового валютного ринку повинна стати однією із основних цілей Національного банку України на середньострокову перспективу. Причому реалізація цього завдання, в свою чергу, безпосередньо пов'язане із зниженням рівня доларизації економіки, що матиме позитивний вплив на динаміку валютного курсу і фінансову стабільність в країні.

Прозорість та підзвітність грошово-кредитної політики

Щодо прозорості і підзвітності грошово-кредитної політики НБУ, то досить показовим у цьому контексті виглядає намір Національного банку регулярно інформувати Раду НБУ про виконання Основних засад грошово-кредитної політики. Однак інформувати не означає звітувати. Що ж до «підзвітності», то незважаючи на те, що цей термін присутній у документі Національного банку, проте так і не пояснено, перед ким саме має звітувати Національний банк України за результати реалізації грошово-кредитної політики, і яку відповідальність має нести керівництво НБУ за невиконання заявлених результатів. Жодної згадки ані про Верховну Раду України чи її профільні комітети у цьому підрозділі немає. Очевидно, що у керівництва Національного банку так само немає жодних намірів звітувати за результати грошово-кредитної політики перед парламентом.

Однак цілком очевидно, що підзвітність Національного банку перед парламентом є ключових аспектів відповідальності регулятора за ефективність здійснюваної грошово-кредитної політики, що є не лише одним із базових принципів демократії, а й елементом контролю з боку суспільства за діяльністю державних інститутів у контексті обстоювання ними національних інтересів.

Висновки та перспективи подальших розвідок

Таким чином, вироблені Національним банком України підходи до Основних засад грошово-кредитної політики як ключового документу, що визначає завдання центрального банку на поточний період, не містять у своїй основі принципової позиції Національного банку України щодо його активної ролі у сприянні реалізації завдань із забезпечення економічного розвитку України, стабільності національної грошової одиниці та підвищення добробуту народу як ключової цілі державної економічної політики. Тому в перспективі необхідно реалізовувати наукові розвідки у сфері дослідження проблем формування грошово-кредитної політики Національного банку України в цілому, його стратегічних документів, а також стратегічних документів провідних центральних банків світу, які можуть стати орієнтиром для оптимізації Основних засад грошово-кредитної політики України. Національний банк України має бути націлений на забезпечення цінової і фінансової стабільності не самих по собі, а як важливих передумов для стійкого економічного зростання і соціального добробуту. Відтак комплексність і багатоплановість розв'язуваних завдань, а також широкий спектр впливу на економіку України прийнятих Національним банком рішень вимагають від нього зваженого і збалансованого підходу при формуванні Основних засад грошово-кредитної політики.

Список літератури

1. Гальчинський, А. У провалах економічної політики лєвова частка провини НБУ [Електронний ресурс] / А. Гальчинський. – Режим доступу: https://dt.ua/macrolevel/anatoliy-galchinskiy-u-provalah-ekonomichnoyi-politiki-levova-chastka-provini-nbu_.html.
2. Грошово-кредитна політика в Україні / [В. С. Стельмах, А. О. Єпіфанов, Н. І. Гребеник, В. І. Міщенко]. – 2-е вид., перероб. і доп. – К.: Знання, 2003. – 421 с.
3. Мороз, А. М. Центральний банк та грошово-кредитна політика: Підручник / А. М. Мороз, М. Ф. Пуховкіна, М. І. Савлук та ін. – К.: КНЕУ, 2005. – С. 403.
4. Сомик, А. В. Еволюція основних засад грошово-кредитної політики в аспекті визначення монетарного та валютного режимів / А. В. Сомик // Вісник Української академії банківської справи. – 2013. – № 1. – С. 37-44.
5. Сомик, А. В. Головний документ грошово-кредитної політики: зарубіжний досвід і перспективи його використання в Україні [Текст] / Анжеліка Сомик // Вісник Університету банківської справи Національного банку України. – 2011. – № 3 (12). – С. 241-245.
6. 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.
7. Пропозиції стосовно розроблення Основних засад-грошово-кредитної політики на 2018 рік та середньострокову перспективу. Рішення Правління Національного банку України 13 липня 2017 року №438-рш. [Електронний ресурс]. – Режим доступу до ресурсу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=51942276>.
8. Офіційний сайт Національного банку України [Електронний ресурс]. – Режим доступу до ресурсу: <http://www.bank.gov.ua>.
9. Дзюблук, О. В. Управління ліквідністю банківської системи України: монографія / О. В. Дзюблук, В. Я. Рудан. – Тернопіль: Вектор, 2016. – 290 с.

References

1. Hal'chyns'kyu, A. (n.d.). *U provalakh ekonomichnoyi polityky levova chastka provyny NBU*. Retrieved from: https://dt.ua/macrolevel/anatoliy-galchinskiy-u-provalah-ekonomichnoyi-politiki-levova-chastka-provini-nbu_.html.

-
2. Stel'makh, V. S., Yepifanov, A. O., Hrebenyk, N. I., Mishchenko, V. I. (2003). *Hroshovo-kredytna polityka v Ukraini*. Kyiv: Znannya.
 3. Moroz, A. M., Pukhovkina, M. F. & Savluk, M. I. (2005). *Tsentral'nyy bank ta hroshovo-kredytna polityka*. Kyiv: KNEU.
 4. Somyk, A. V. (2013). Evolyutsiya osnovnykh zasad hroshovo-kredytanoi polityky v aspekti vyznachennya monetarnoho ta valyutnoho rezhymiv. *Visnyk Ukrainy's'koyi akademiyi bankivs'koyi spravy*, 1, 37-44.
 5. Somyk, A. V. (2011). Holovnyy dokument hroshovo-kredytanoi polityky: zarubizhnyy dosvid i perspektyvy yoho vykorystannya v Ukraini. *Visnyk Universytetu bankivs'koyi spravy Natsional'noho banku Ukrainy*, 3(12), 241-245.
 6. Stel'makh, V. S. (2009). *Monetarna polityka Natsional'noho banku Ukrainy: suchasnyy stan ta perspektyvy zmin*. Kyiv: Tsentr naukovykh doslidzhen' Natsional'noho banku Ukrainy, UBS NBU.
 7. Propozytsiyi stosovno rozroblennya Osnovnykh zasad-hroshovo-kredytanoi polityky na 2018 rik ta seredn'ostrokovu perspektyvu. Rishennya Pravlinnya Natsional'noho banku Ukrainy 13 lypnya 2017 roku #438-rsh. (2017). Retrieved from: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=51942276>.
 8. *Ofitsiyyny sayt Natsional'noho banku Ukrainy*. (n.d.). Retrieved from: <http://www.bank.gov.ua>.
 9. Dzyublyuk, O. V. & Rudan, V. Ya. (2016). *Upravlinnya likvidnistyu bankivs'koyi systemy Ukrainy*. Ternopil': Vektor.

Стаття надійшла до редакції 12.10.2017 р.