



НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
«КИЄВО-МОГИЛЯНСЬКА АКАДЕМІЯ»

С. В. ГЛУЩЕНКО

**МОНЕТАРНА ПОЛІТИКА:
ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНІ
АСПЕКТИ**

*Підручник
для студентів вищих навчальних закладів*

**Київ
2017**

УДК 338.23:336.74(075.8)

ББК 65.050.29

Г 55

Рецензенти:

В. П. Ільчук, доктор економічних наук, професор,
завідувач кафедри фінансів, банківської справи та страхування
Чернігівського національного технологічного університету

Л. Є. Момотюк, доктор економічних наук, професор,
проректор з науково-педагогічної та виховної роботи
Національної академії статистики, обліку та аудиту

Глущенко С. В.

Г 55 Монетарна політика: теоретико-методологічні аспекти :
підруч. для студ. вищ. навч. закл. / С. В. Глущенко. – К. :
НаУКМА, 2017. – 64 с.

ISBN 978-966-2410-83-9

У підручнику розкрито сутність монетарної політики; розглянуто її складові, режими та інструменти; характеристики різних каналів монетарного впливу на економіку; особливості прояву монетарних режимів у нестабільних економіках.

Для студентів економічних спеціальностей вищих навчальних закладів.

Також підручник може бути корисний для аспірантів, викладачів, усіх, хто цікавиться питаннями монетарної політики.

УДК 338.23:336.74(075.8)

ББК 65.050.29

*Рекомендовано до друку Вченою радою
Національного університету
«Києво-Могилянська академія»
(протокол № 2 від 26 січня 2017 р.)*

ISBN 978-966-2410-83-9

© Глущенко С. В., 2017

© НаУКМА, 2017

ЗМІСТ

ПЕРЕДМОВА	4
РОЗДІЛ 1. ХАРАКТЕРИСТИКА МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ: ТЕОРЕТИЧНИЙ АСПЕКТ	5
1.1. Поняття, складові та режими монетарної політики	5
1.2. Канали та інструменти монетарної політики	9
<i>Питання для самоконтролю</i>	<i>24</i>
РОЗДІЛ 2. МОНЕТАРНІ РЕЖИМИ: МЕТОДОЛОГІЯ ТА ЕФЕКТИ ВПЛИВУ НА ЕКОНОМІКУ	25
2.1. Валютна політика і валютне регулювання – валютний канал впливу	25
2.2. Особливості прояву валютного каналу в нестабільних економіках	37
2.3. Таргетування інфляції та процентний канал впливу	46
2.4. Особливості прояву процентного каналу в нестабільних економіках	51
<i>Питання для самоконтролю</i>	<i>60</i>
ПЕРЕЛІК ДЖЕРЕЛ	61

ПЕРЕДМОВА

Монетарна політика центральних банків як складова частина економічної політики забезпечує фінансово-кредитне підґрунтя для стабільного соціально-економічного розвитку країни в цілому і кожного суб'єкта, що в ній проживає, зокрема. Саме тому питання теорії і практики грошово-фінансового сектору і монетарної політики постійно перебувають у центрі уваги не тільки фахівців, а й широких верств населення.

Сучасна теорія та практика свідчать про різноманітність використовуваних методів та інструментів і розмаїття наслідків їхньої дії на різні економіки. Проте однією з передумов успішності обраних владою монетарних режимів є врахування особливостей економічного стану країни та розроблення таких механізмів монетарного впливу на економіку, які максимально зважатимуть на національну специфіку та нівелюватимуть вплив негативних факторів на трансмісійні канали грошово-кредитного регулювання.

Запропонований підручник дає змогу здобути знання щодо сутності, складових, режимів та інструментів монетарної політики; механізмів впливу різних каналів монетарного впливу на економіку; особливостей прояву монетарних режимів у нестабільних економіках.

ХАРАКТЕРИСТИКА МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ: ТЕОРЕТИЧНИЙ АСПЕКТ

1.1. Поняття, складові та режими монетарної політики

Економічний розвиток будь-якої країни відбувається шляхом дії ринкових механізмів, а також за умови державного впливу на економіку. Одним із напрямів державного втручання в економічні процеси є монетарна політика.

Монетарна (грошово-кредитна) політика – це комплекс заходів, які здійснює держава в особі центрального банку у сфері грошового та фінансово-кредитного секторів, спрямованих на досягнення визначених стратегічних цілей економічного розвитку країни. Стратегічні цілі монетарної політики можуть бути орієнтовані на:

1) *підтримання низьких темпів інфляції*, що є обов'язковою умовою підтримання макроекономічної рівноваги в економіці і стану визначеності для всіх економічних агентів, оскільки стійкість грошової одиниці забезпечує можливості для довгострокових заощаджень та інвестицій;

2) *забезпечення стабільності національної валюти в плані курсового співвідношення з іншими валютами*, що є обов'язковою умовою підтримання довіри до неї з боку національного та іноземного бізнесу, а також полегшення умов праці суб'єктів зовнішньоекономічної діяльності, що визначається можливостями її кращого планування на тривалу перспективу та укладення довгострокових контрактів;

3) *забезпечення зовнішньоекономічної рівноваги* – підтримання рівноваги платіжного балансу, оскільки діяльність суб'єктів господарювання на зовнішніх ринках і збалансування грошових

і товарних потоків країни як учасника світового ринку є обов'язковою умовою стабільного економічного розвитку країни;

4) *сприяння високому рівню зайнятості* (наприклад, ФРС у США) та ін.

Слід зазначити, що не можна водночас досягнути всіх перелічених стратегічних цілей монетарної політики, оскільки окремі з них є несумісними між собою, а між різними інструментами можуть виникати певні розбіжності, які заважають їх одночасному застосуванню на мікро- та макрорівні (рис. 1.1).

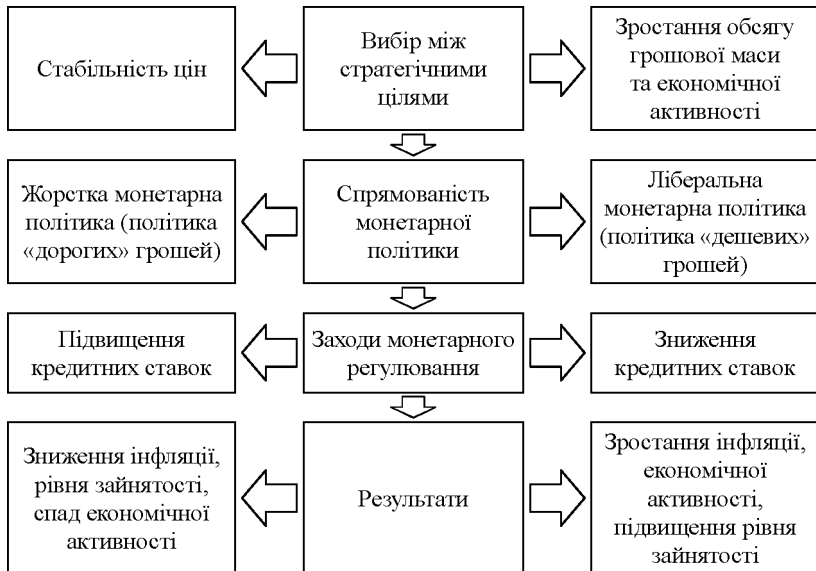


Рис. 1.1. Фактори несумісності стратегічних цілей монетарної політики

Стратегічні цілі монетарної політики досягаються в процесі обрання і дотримання певної монетарної стратегії (монетарного устрою).

Монетарна стратегія як складова монетарної політики (рис. 1.2) – це система заходів, що передбачає декларування стратегічних (кінцевих) цілей, обрання проміжних цілей, реалізацію механізмів прогнозування, створення операційного середовища (наявність кола інструментів), обрання індикаторів (змінних), які забезпечуватимуть монетарну владу корисною інформацією щодо

впливу на грошовий ринок, розроблення комунікаційної стратегії щодо операторів ринкового середовища тощо.

За характером стратегічної мети, що слугує цільовим монетарним орієнтиром, існують такі види монетарної (грошово-кредитної) політики:

- режим монетарного таргетування;
- режим валютного таргетування;
- режим інфляційного таргетування;
- змішаний підхід (див. рис. 1.2).

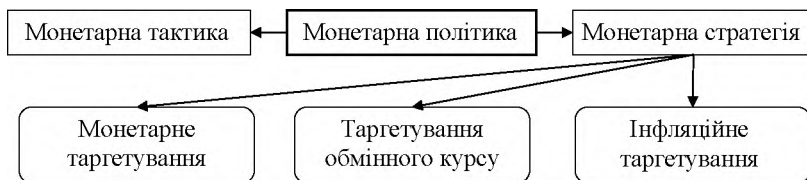


Рис. 1.2. Складові монетарної політики

Таргетування (від англ. target – мета) – встановлення і дотримання цільових орієнтирів чи кількісних параметрів обраних показників монетарної політики центральних банків. Типовими є три види таргетування: монетарне, валютне та інфляційне.

Монетарне таргетування (таргетування грошових агрегатів чи монетарної бази) – комплекс заходів, спрямованих на підтримання стабільного попиту на гроші з боку суспільства, з метою забезпечення заздалегідь визначеного рівня грошової маси в обороті. Це стратегія грошово-кредитної політики, спрямована на підтримання грошової стабільності, зосереджена на відхиленнях зростання кількості грошей від наперед оголошеного показника (орієнтира). Основний інструмент такого режиму – це пропозиція грошей центральним банком.

Таргетування валютного (обмінного) курсу – комплекс заходів, спрямованих на підтримання стабільності обмінного курсу щодо певної резервної валюти або кошика валют. Це стратегія монетарної політики, прагнення до визначеного (зазвичай стійкого або навіть фіксованого) обмінного курсу відносно іншої валюти чи групи валют. Основний інструмент такого режиму – це валютні інтервенції центрального банку (купівля-продаж іноземної валюти).

Інфляційне таргетування – комплекс заходів, спрямованих на оголошення інфляційної мети (таргет) як номінального якоря

і підтримання стабільності цього показника в середньостроковому періоді. Це стратегія монетарної політики, скерована на досягнення стабільності цін, зосередження на відхиленнях у виданих прогнозах інфляції від оголошеної інфляційної мети. Основний інструмент такого режиму – це облікова ставка центрального банку.

Монетарна тактика як складова монетарної політики фактично являє собою заходи монетарного (грошово-кредитного) регулювання.

Грошово-кредитне регулювання – це комплекс заходів у сфері грошового обігу та кредиту, спрямованих на досягнення обраного показника інфляції, забезпечення стабільності грошової одиниці, вирівнювання платіжного балансу та забезпечення зайнятості населення.

Інституційний центр монетарної політики – це центральний банк, що як головний орган державного регулювання економіки впливає на економічні процеси, грошові та кредитні ринки в країні.

Центральний банк (ЦБ) – це державний орган управління з покладеними на нього особливими функціями у сфері грошово-кредитних відносин і банківської діяльності. Він є самостійною юридичною особою, його майно відокремлено від майна держави, центральний банк може ним розпоряджатись як власник. Центральний банк не є комерційною організацією.

Організаційно-правовий статус центральних банків має правове закріплення в Конституції країни, законах про центральні банки та в їхніх статутах, законах про банки і банківську діяльність, у валютному законодавстві.

Форми власності центральних банків:

- центральний банк може повністю належати державі (Франція, Німеччина, Україна);

- держава може володіти тільки частиною капіталу, а інша частина є власністю приватних акціонерів (Австрія, Швейцарія, Японія);

- весь капітал банку може бути власністю приватних акціонерів (США).

Підзвітність центральних банків: зазвичай центральні банки підзвітні вищому законодавчому органу країни.

1.2. Канали та інструменти монетарної політики

Монетарне (грошово-кредитне) регулювання реалізується через різноманітні канали та інструменти грошово-кредитної сфери, які в сукупності формують структуру передавального механізму.

Економічну категорію «монетарний трансмісійний механізм» розуміють як відносини з приводу передачі змін у використанні інструментарію грошово-кредитної політики центрального банку для впливу на фінансову кон'юнктуру (фінансова сфера економіки) і в подальшому – на макроекономічну ситуацію через сукупність каналів (ланцюгів проміжних змінних) та зв'язків прямої й зворотної дії.

Отже, трансмісійний механізм – це процес, через який монетарна політика центрального банку впливає на макроекономічні змінні, як-от, зокрема, ціноутворення та економічна активність.

Центральний банк кожної країни розробляє модель трансмісійного механізму монетарної політики з урахуванням національних особливостей економіки, основними серед яких є: масштаб економіки країни, її відкритість, рівень розвитку та структура фінансового ринку, інструментарій монетарної політики кожної країни тощо.

У процесі дії передавального механізму грошово-кредитної політики чітко виокремлюються два етапи – фінансовий і реальний сектори економіки (рис. 1.3).

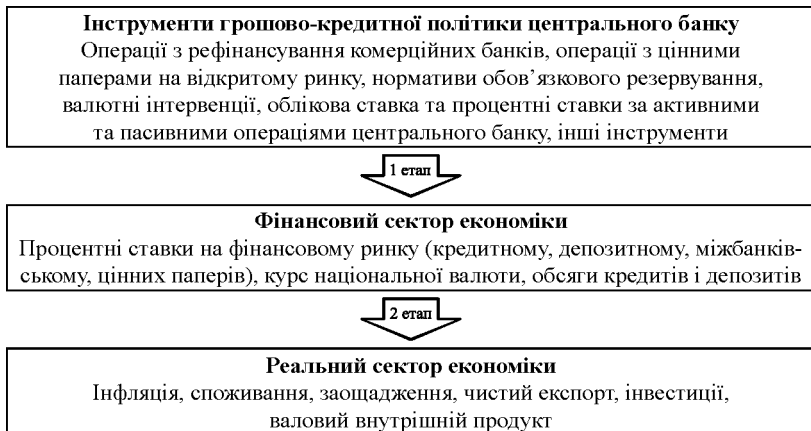


Рис. 1.3. Етапи дії трансмісійного механізму грошово-кредитної (монетарної) політики

Дія механізму монетарної трансмісії у фінансовому секторі економіки полягає в сукупному впливі інструментів монетарної політики на *об'єкти монетарного (грошово-кредитного) сектору економіки*:

- обсяг грошової маси – пропозиція грошей;
- вартість грошей – процентні ставки;
- рівень інфляції;
- валютний курс грошової одиниці тощо.

У реальному секторі економіки зміни на фінансовому ринку позначаються на витратах підприємств і домогосподарств та на сукупному попиті, відбувається коригування рівня зайнятості, темпів економічного зростання та інших макроекономічних змінних.

Для досягнення цілей грошово-кредитної політики використовуються різні напрями впливу та різні інструменти, але співвідношення між застосуванням цих інструментів завжди визначається певним етапом економічного розвитку та конкретними цілями грошово-кредитної політики на такому етапі.

Основними каналами (напрямами) грошово-кредитного регулювання (монетарного впливу) є:

- 1) процентна політика;
- 2) кредитна політика (рефінансування комерційних банків);
- 3) резервна політика – визначення та регулювання норм обов'язкових резервів для комерційних банків;
- 4) операції з цінними паперами на відкритому ринку;
- 5) валютна політика;
- 6) операції з депозитними сертифікатами ЦБ;
- 7) управління золотовалютними резервами тощо.

Розглянемо вказані канали впливу детальніше.

Одним із дієвих каналів монетарного регулювання є **процентний канал (процентна політика)**. Інструментом такого каналу є облікова ставка.

Облікова ставка – один із монетарних інструментів, за допомогою якого центральний банк встановлює для банків та інших суб'єктів грошово-кредитного ринку орієнтир щодо вартості залучених і розміщених грошових коштів на відповідний період. Облікова ставка є базовою процентною ставкою щодо інших процентних ставок і використовується водночас як засіб реалізації грошово-кредитної політики та орієнтир ціни на гроші (зазвичай корелюється з індексом інфляції).

Процентний канал монетарної трансмісії традиційно вважається головним каналом передавального механізму і описує вплив центрального банку на економіку через регулювання процентних ставок. Дія цього каналу полягає в тому, що зміна грошово-кредитної політики, насамперед через офіційну облікову ставку, прямо впливає на короткострокові ставки на фінансовому ринку і через криву дохідності – на довгострокові. З певним часовим лагом її вплив поширюється на ставки комерційних банків для економічних суб'єктів, що впливає на інтенсивність переміщення капіталу між різними сегментами фінансового ринку, заощадження, інвестиції, споживання, тобто на зміну сукупних витрат і попиту, а отже – і на інфляцію, темпи зростання економіки та зайнятість.

Крім того, реалізація процентної політики центрального банку має внутрішній і зовнішній аспекти. Внутрішній аспект пов'язаний із впливом на обсяг сукупної грошової маси, інфляцію, внутрішні кредити та їхні ціни. Зовнішній аспект передбачає вплив на динаміку валютного курсу і стан платіжного балансу.

Напрямок зміни облікової ставки центрального банку в бік підвищення чи зниження залежить від типу обраної центральним банком грошово-кредитної політики (рис. 1.4).

При проведенні рестрикційної монетарної (грошово-кредитної) політики метою центрального банку є обмеження грошової маси, підняття ціни на гроші через підняття облікової ставки. При зростанні облікової ставки відповідно зростають процентні ставки по кредитно-депозитних операціях комерційних банків. У результаті скорочуються кредитні вкладення в економіку, оскільки знижується попит суб'єктів господарювання на дорогі банківські кредити, а отже, обмежуються й інфляційні тенденції, оскільки зменшення масштабів кредитування призводить до обмеження зростання грошової маси і зниження попиту в економіці. Своєю чергою, скорочення обсягу національної валюти на внутрішньому грошовому ринку зумовлює зростання її вартості, що виражається в подорожчанні національної валюти щодо іноземних валют – ревальвації (зовнішній аспект прояву процентної політики).

За експансіоністської моделі монетарної (грошово-кредитної) політики мета центрального банку полягає в розширенні мультиплікації грошової маси, у зв'язку з чим рівень офіційної облікової ставки знижується. При цьому комерційні банки можуть отримати

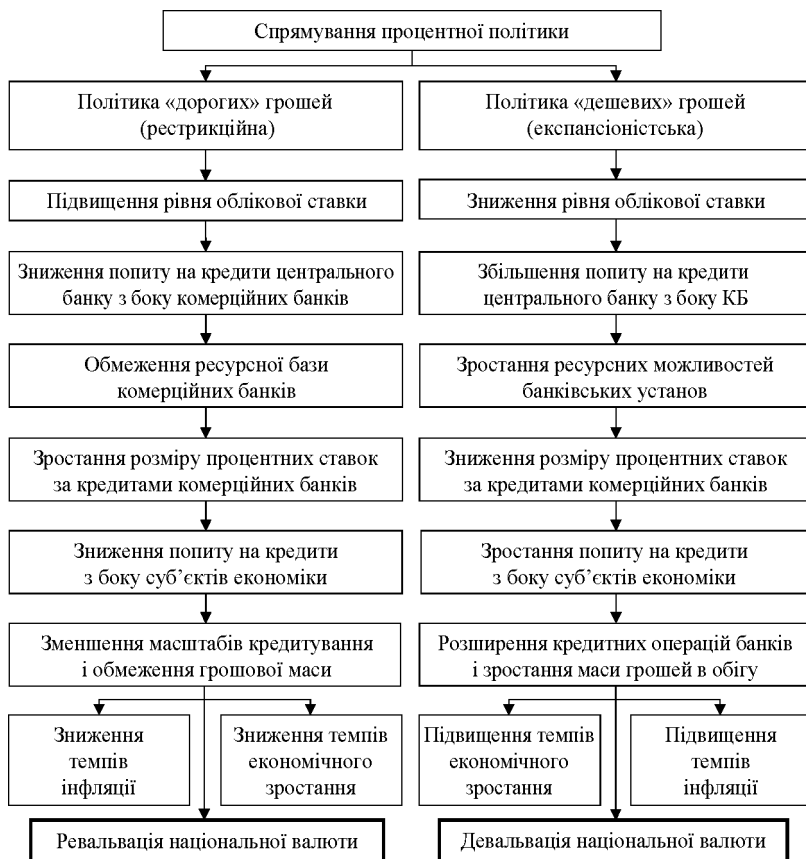


Рис. 1.4. Механізм реалізації процентної політики

у своє розпорядження більше ресурсів за меншою вартістю. Зростання ресурсних можливостей комерційних банків дає змогу зменшити процентні ставки за кредитними операціями, а отже, стимулює зростання попиту на банківські кредити з боку суб'єктів ринку. Розширення кредитних можливостей банківських установ за таких умов веде до збільшення маси грошей в обороті. Як зовнішній вияв процентної політики за таких умов може спостерігатися здешевлення національної валюти щодо іноземних валют – девальвація. Такий напрям процентної політики також сприяє поживавленню ділової активності в економіці.

Процентний канал забезпечує збалансування попиту і пропозиції на фінансовому ринку, інформування суб'єктів фінансового ринку щодо прийняття рішень у сфері заощаджень, інвестицій, споживання, виробництва, що безпосередньо впливає на інфляцію та непрямно впливає на ВВП.

Крім процентного каналу, ще одним каналом впливу на інфляцію, цінову стабільність, обсяг та вартість грошей в обороті є **кредитний канал впливу (канал рефінансування)**. Основним інструментом кредитного каналу є види рефінансування (кредитування) центральним банком комерційних банків.

Кредитний канал (канал рефінансування) є вагомим каналом у механізмі монетарної трансмісії багатьох країн, *особливо країн із банкоцентричною фінансовою системою*, у яких фінансові ресурси перерозподіляються, головним чином, через банківський сектор.

Найтиповішими різновидами *короткострокового (до 1 року) кредитування (рефінансування) КБ ЦБ* є такі:

- 1) тендерні кредити рефінансування;
- 2) кредити *overnights*;
- 3) операції прямого РЕПО.

Тендерні кредити рефінансування – це прямі кредити рефінансування, які центральний банк надає комерційним банкам, що подають кредитні заявки. За механізмом надання і погашення тендерного кредиту розрізняють:

- кількісний тендер;
- ціновий (процентний) тендер.

За кількісного тендера комерційні банки вказують у заявках лише суму кредиту, і заявки задовольняються за фіксованою процентною ставкою. Якщо попит на кредит з боку комерційних банків перевищує пропозицію центрального банку, то кредитні заявки задовольняються пропорційно.

У разі цінового (процентного) тендера комерційні банки вказують у заявках не тільки суму кредиту, а й процентну ставку, яку готові заплатити за отримані кредитні кошти.

----- *Приклад України, 2016 р.* -----

Кредити рефінансування (тендерні кредити) в українській практиці мають такі характеристики (умови надання):

1. Надаються всім банкам, що не мають простроченої заборгованості перед НБУ та не визнані: а) неплатоспроможними, б) такими, що ведуть ризикову діяльність, в) такими, що мають непрозору структуру власності.

2. Повернення коштів відбувається до кінця операційного дня дати повернення.

3. Відсотки нараховуються за фактичну календарну кількість днів (день надання і погашення вважається одним днем) та виходячи з фактичної кількості днів у році.

4. Кошти перераховуються банкам або в день проведення тендера, або в день надання забезпечення.

5. Обсяг надання обмежений обсягом тендера та обсягом застави.

6. Можливість дострокового погашення (в т.ч. часткового) в будь-який момент.

7. Надаються за фіксованою (оголошеною) ставкою.

8. Ставка встановлюється на рівні облікової ставки плюс 2 % річних.

9. У заставу приймаються ОВДП або іноземна валюта (можлива змішана застава).

10. Строк кредитів – 14 або 28 днів.

Слід звернути увагу на те, що п. 7–10 є змінними і можуть динамічно мінятися з року в рік.

Кількісні тендери в Україні

1. Ставка фіксована та оголошується разом з тендером.

2. Якщо тендер без встановленого обсягу, то всі перевірені заявки задовольняються в повному обсязі.

3. Якщо тендер із встановленим обсягом, то всі перевірені заявки задовольняються або в повному обсязі, або пропорційно до обсягу поданих заявок.

4. Заявки є анонімними до закінчення терміну прийому заявок.

5. Банк може подати лише одну заявку на участь.

Процентні тендери в Україні

1. Кожен банк самостійно пропонує ставку.

2. Банк може подати необмежену кількість заявок з різними цінами.

3. Заявки є анонімними до моменту оголошення результатів тендера.

4. Заявки задовольняються за вказаною в них ставкою, починаючи з найкращої до вичерпання обсягу тендера або до останньої ставки, яка влаштовує НБУ.

5. Рішення щодо ставки, яка влаштовує НБУ, приймається суб'єктивно членом Правління, для тендерів з рефінансування вона не може бути меншою за облікову ставку.

Забезпечення за тендерними кредитами рефінансування

1. Як забезпечення приймають цінні папери (деPOSITNІ сертифікати НБУ, ОВДП, облігації МФО) та іноземну валюту.

2. Застосовуються дисконти залежно від характеристик об'єкта застави (від 5 % до 56 %).

3. Здійснюється щоденна оцінка застави та вимога довнесення забезпечення за потреби.

4. Можливість вилучення банком надлишкового забезпечення та заміни забезпечення.

5. Вартість пропонуваного забезпечення визначається:

– для ОВДП – (модель Нельсона – Сігела) на підставі фактичних угод та орієнтирів дохідності для довгих строків;

– для депозитних сертифікатів НБУ – номінальна вартість;

– для валюти – офіційний курс.

Кредити овернайт, o/n (overnights) – це кредитування терміном на одну ніч (або день, або на одну добу).

----- Приклад України, 2016 р. -----

Кредити o/n в українській практиці мають такі характеристики (умови надання):

1. Надаються всім банкам, що не мають простроченої заборгованості перед НБУ та не визнані: а) неплатоспроможними, б) такими, що ведуть ризикову діяльність, в) такими, що мають непрозору структуру власності.

2. Надаються щоденно (оголошуються ввечері попереднього робочого дня).

3. Надаються без обмеження обсягу (обсяг обмежений лише заставою).

4. Надаються за фіксованою (оголошеною) ставкою.

5. Строк – 1 робочий день.

6. Повернення коштів відбувається до кінця операційного дня дати повернення.

7. Відсотки нараховуються за фактичну календарну кількість днів (день надання і погашення вважається одним днем) та виходячи з фактичної кількості днів у році.

Приклад: з вівторка на середу – 1 день, з п'ятниці на понеділок – 3 дні.

8. Ставка встановлюється на рівні облікової ставки плюс 2 % річних.

9. У заставу приймаються лише ДС НБУ або ОВДП.

Слід звернути увагу на те, що п. 8–9 є змінними і можуть динамічно мінятися з року в рік.

Кредити РЕПО (repurchase agreement, репо, гр) – надання кредитів під заставу цінних паперів (звичай державних облігацій). Інакше кажучи, кредити РЕПО – це купівля цінних паперів у комерційних банків на умовах їх зворотного викупу.

Різновиди операцій РЕПО (етапи реалізації операції РЕПО):

– «пряме» РЕПО (фактично являє собою кредитування) – купівля центральним банком цінних паперів у комерційних банків за умови, що комерційні банки (продавці цінних паперів) беруть на себе зобов'язання зворотного їх викупу за обумовленою ціною на обумовлену дату;

– «зворотне» РЕПО (фактично являє собою погашення кредиту з боку комерційних банків) – продаж центральним банком цінних паперів зі свого портфеля комерційним банкам за обумовленою ціною на обумовлену дату.

Зворотна купівля цінних паперів (друга частина операції РЕПО) здійснюється за ціною, яка відрізняється від ціни первісного продажу. Різниця між цінами і є тим процентним доходом, який отримує центральний банк, виступаючи покупцем цінних паперів (продавцем грошових коштів) у першій частині операції РЕПО.

Ціна зворотного викупу являє собою суму початкової ціни продажу і відсотка, що сплачується позичальником коштів. Ставку цього відсотка (ставку РЕПО) розраховують на основі року (365 днів), що дає певну підставу розглядати РЕПО як форму короткострокового кредиту, забезпеченого цінними паперами.

Процентний дохід, який можна отримати від інвестування коштів в угоду РЕПО:

$$\text{Процентний дохід} = \text{Сума коштів, інвестованих у проведення угоди} \times \text{Ставка РЕПО} \times \frac{\text{Термін операції}}{365}.$$

Різновиди операцій РЕПО залежно від їх строку і порядку визначення процентного доходу (витрат) включають:

- строкове РЕПО, коли строк операції встановлено в договорі, а процентний дохід (витрати) є фіксованим на час проведення операції;

- відкрите РЕПО, коли строк операції в договорі не встановлено, і кожна зі сторін договору може вимагати виконання операції РЕПО в будь-який час, але з обов'язковим повідомленням про свої наміри щодо завершення операції за два робочі дні. Процентний дохід (витрати) при цьому нефіксований.

----- *Приклад України, 2016 р.* -----

Кредити РЕПО в українській практиці мають такі характеристики (умови надання):

1. По суті, кредит під заставу ЦП (ОВДП або облігацій МФО).
2. Папери залишаються заблокованими на рахунках банку.
3. Строк – до 90 днів.
4. Можуть надаватися при зверненні банку тощо.

Канал кредитування центральним банком комерційних банків:

- по-перше, є інструментом впливу центрального банку на обсяг грошової маси і вартість грошей як капіталу (процентні ставки). Зростання обсягу наданих кредитів рефінансування та їх здешевлення зумовлює збільшення грошової маси в обороті, розширення пропозиції грошей і зменшення процентних ставок. І навпаки, падіння обсягів кредитів рефінансування та їх подорожчання зумовлює зменшення грошової маси, скорочує пропозицію грошей і провокує зростання процентних ставок;

- по-друге, короткострокові кредити центрального банку комерційним банкам спрямовані на підтримання ліквідності комерційних банків, забезпечення їх фінансової стабільності й безпеки банківської системи в цілому.

Ще одним каналом монетарного регулювання в економіці є **резервна політика** (політика обов'язкового резервування), що полягає у зміні норми обов'язкових резервів, у межах якої комерційні банки зобов'язані частину залучених коштів зберігати на рахунках у центральному банку. Інструментом резервної політики є **норма обов'язкових**

резервів – встановлене законодавством або рішенням центрального банку співвідношення обов'язкових резервів та зобов'язань банків.

Механізм формування резервних вимог передбачає, що центральний банк пропонує модель мультиплікаторної пропозиції грошей за рахунок використання резервів і таким чином здійснюється контроль над приростом грошової маси в обороті. Для комерційних банків ступінь зміни обсягу резервів є одним із засобів впливу на масштаби кредитування.

Сутність механізму практичної реалізації політики обов'язкових резервів полягає в тому, що центральний банк періодично змінює норматив резервування залежно від ситуації на грошовому ринку, в банківському секторі та в економіці в цілому.

Механізм реалізації резервної політики зображено на рис. 1.5.

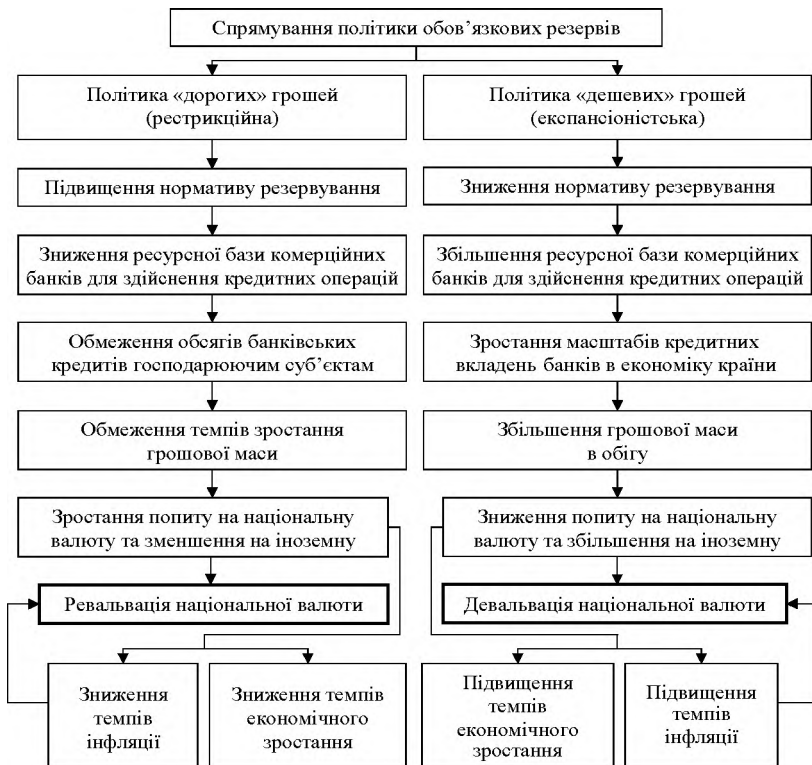


Рис. 1.5. Механізм реалізації резервної політики

Крім мультиплікаційного ефекту щодо обсягу грошової маси, також резервна політика базується на впливі динаміки обсягу грошової маси на валютний курс. Зміна вимог центрального банку до обов'язкових резервів комерційних банків позначається на емісійних можливостях банківських установ збільшувати грошову масу через кредитно-розрахункові операції. У результаті зміна грошової пропозиції, тобто обсягу грошових коштів на внутрішньому ринку, запропонованого банківською системою, безпосередньо впливає на ціну національної валюти – обмінний курс, і призводить до ревальвації чи девальвації національної грошової одиниці.

Ще одним каналом (напрямом) впливу грошово-кредитної політики є **операції центрального банку з цінними паперами на відкритому ринку**. Інструментом такої грошово-кредитної політики є **купівля-продаж цінних паперів на відкритому (вторинному) ринку**.

Відкритий ринок – мережа фінансових посередників (комерційних банків, небанківських фінансових установ, великих компаній), вільний ринок без обмежень, вторинний ринок цінних паперів.

За допомогою операцій із цінними паперами центральний банк може впливати на грошову масу та валютні курси.

Механізм реалізації грошово-кредитної політики через купівлю-продаж центральним банком цінних паперів на відкритому ринку подано на рис. 1.6.

Реалізуючи рестрикційну монетарну політику, центральний банк продає на ринку цінні папери (тобто зменшує власний портфель) – списує відповідні суми коштів із резервних або кореспондентських рахунків комерційних банків, що купують ці цінні папери. У результаті скорочується обсяг грошових ресурсів, які банки можуть використовувати для кредитування економіки, що спричиняє обмежувальний вплив на динаміку грошової маси та рівень ділової активності в країні.

Експансіоністська монетарна політика передбачає придбання центральним банком цінних паперів у комерційних банків, що визначає зарахування відповідних сум коштів на кореспондентські рахунки комерційних банків. Це призводить до зростання ресурсної бази банківських установ і дає змогу збільшити обсяг кредитних операцій, стимулюючи тим самим поживлення господарської кон'юнктури та зростання обсягу маси грошей в обігу.

Валютний аспект політики відкритого ринку має таку саму спрямованість, як і дисконтна політика та політика обов'язкових резервів. Він передбачає продаж цінних паперів у разі потреби скорочення грошової маси в обігу, а отже, і сприяння ревальвації національної валюти і купівлю цінних паперів центральним банком, коли є потреба збільшити обсяг грошей в обігу і девальвувати національну валюту.

Каналом (напрямом) реалізації грошово-кредитної політики є **валютна політика (валютний канал впливу)** – регулювання валютного курсу національної грошової одиниці шляхом проведення

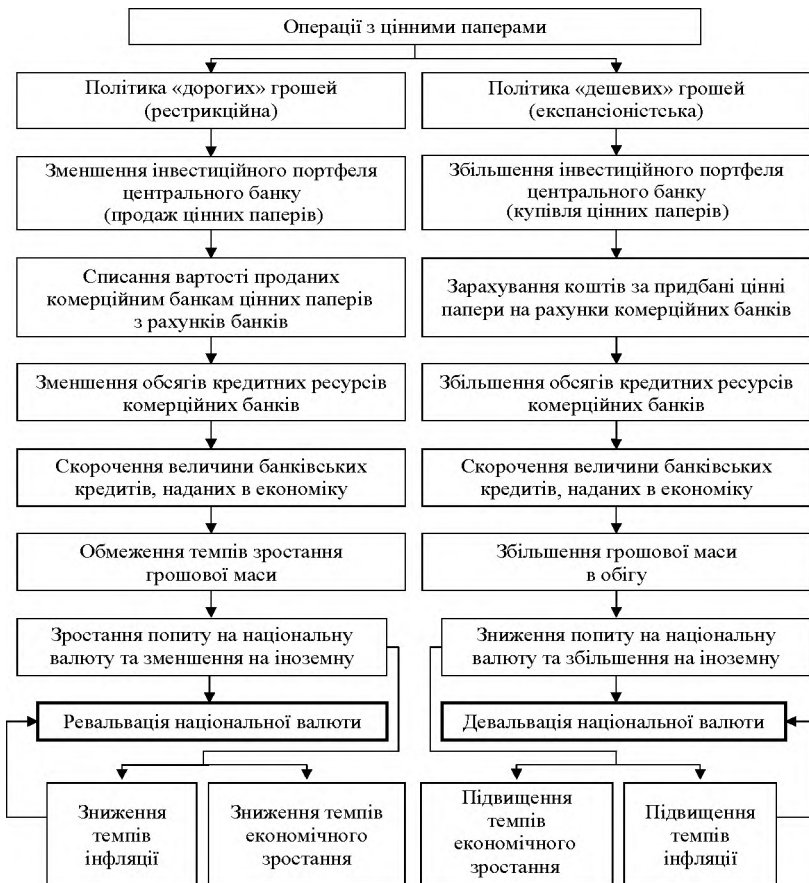


Рис. 1.6. Канал монетарного впливу центрального банку через операції з цінними паперами на відкритому ринку

валютних інтервенцій на ринку (купівлі-продажу валюти). Інструментом реалізації такої монетарної політики є **купівля-продаж валюти на ринку**.

Валютний канал відображає вплив грошово-кредитної політики на зміну курсу національної валюти через сукупний попит і пропозицію. Зміна курсу національної валюти впливає на сукупні витрати суб'єктів економіки двома шляхами: через ефект зміни відносних цін і через прямий ефект.

Прямий ефект зміни обмінного курсу національної валюти пов'язаний з наявністю в кошику індексу споживчих цін товарів іноземного походження, за рахунок чого при зміні обмінного курсу змінюється вартість імпорту, що відповідно впливає на інфляцію.

Ефект зміни відносних цін (непрямий ефект) виявляється у зміні попиту на вітчизняні товари і послуги, які стають при зміцненні курсу національної валюти дорожчими порівняно з імпортними товарами. Це спричиняє зміни в сукупному попиті в економіці, а отже – і в обсягах чистого експорту, який є невідокремною складовою валового внутрішнього продукту країни. Слід зазначити, що вплив монетарної політики на економіку через канал обмінного курсу виявляється не лише через сукупний попит і пропозицію, а й через економічні очікування підприємств і населення.

Також каналом монетарної (грошово-кредитної) політики центрального банку є **операції центрального банку з депозитними сертифікатами центрального банку**. Інструментом такого каналу впливу є **купівля-продаж депозитних сертифікатів ЦБ**.

Наприклад, у практиці Національного банку України 2016 р. використовувалися депозитні сертифікати двох типів: депозитний сертифікат О/Н (на одну добу) та депозитний сертифікат НБУ зі строком понад О/Н (на 14 днів).

Депозитний сертифікат О/Н має такі характеристики:

1. Запис в обліковій системі НБУ.
2. Формально не вважається ЦП.
3. Розміщується лише серед банків, що виконують вимоги з обов'язкових резервів та не мають простроченої кредитної заборгованості перед НБУ.
4. Розміщується кожного дня в необмеженій кількості за фіксованою (оголошеною) ставкою.
5. Номінал одного сертифіката – 1 млн грн.

6. Строк – 1 робочий день.
7. Повернення коштів відбувається до 11:00 в дату погашення.
8. Відсотки нараховуються за фактичну календарну кількість днів (день розміщення і погашення вважається одним днем) та виходячи з фактичної кількості днів у році.
Приклад: з вівторка на середу – 1 день, з п'ятниці на понеділок – 3 дні.
9. Ставка встановлюється на рівні облікової ставки мінус 2 % річних (ця характеристика є змінною).

Депозитний сертифікат НБУ зі строком понад О/Н має такі характеристики:

1. Запис в обліковій системі НБУ.
 2. Формально не вважається ЦП.
 3. Розміщується лише серед банків, що виконують вимоги з обов'язкових резервів та не мають простроченої кредитної заборгованості перед НБУ.
 4. Номінал одного сертифіката – 1 млн грн.
 5. Повернення коштів відбувається до 11:00 в дату погашення.
 6. Відсотки нараховуються за фактичну календарну кількість днів (день розміщення і погашення вважається одним днем) та виходячи з фактичної кількості днів у році.
 7. Розміщується щодня.
 8. Розміщується в необмеженій кількості.
 9. Розміщується за фіксованою (оголошеною) ставкою.
 10. Строк (лише один варіант) – 14 днів.
 11. Ставка встановлюється на рівні облікової ставки.
- Слід звернути увагу на те, що п. 7–11 є змінними.*

Ще одним каналом впливу на показники грошового та фінансового секторів економіки є такий напрям діяльності центральних банків, як управління золотовалютними резервами.

Золотовалютні резерви – це частина національного багатства країни, що перебуває під контролем органів грошово-кредитного управління та складається з міжнародних резервних активів і призначена для прямого та непрямого регулювання платіжного дисбалансу шляхом проведення валютних інтервенцій та/або інших цілей.

Структура золотовалютних резервів зазвичай включає:

- монетарне золото;

- спеціальні права запозичення;
- резервна позиція в МВФ;
- іноземна валюта у вигляді банкнот та монет або кошти на рахунках за кордоном;
- цінні папери (крім акцій), що оплачуються в іноземній валюті;
- будь-які інші міжнародно визнані резервні активи за умови забезпечення їх надійності та ліквідності.

Мінімально достатній рівень резервів (ARA metric) визначається:

1. для режиму з фіксованим обмінним курсом
= 10 % експорт + 10 % M2 + 30 % короткостр. борг + 20 % інші зобов.
2. для режиму з гнучким обмінним курсом
= 5 % експорт + 5 % M2 + 30 % короткостр. борг + 15 % інші зобов.

Максимальний рівень резервів (ARA metric) визначається на рівні 150 %.

Управління золотовалютними резервами – процес зберігання золотовалютних резервів із метою збереження або нарощення їхньої реальної вартості, підтримання високого рівня ліквідності та доступності до використання органами грошово-кредитного управління.

Загальними цілями управління золотовалютними резервами є збереження (або нарощення) їхньої реальної вартості, підтримання золотовалютних резервів у високоліквідній формі, забезпечення узгодженості їх зберігання з іноземними центральними банками.

Напрями та завдання управління золотовалютними резервами включають:

– грошово-кредитний аспект – передбачає вирішення завдання щодо доступності та ліквідності золотовалютних резервів для здійснення валютних інтервенцій або інших заходів;

– фінансовий аспект – передбачає вирішення завдання щодо збереження і зростання вартості золотовалютних резервів (забезпечення дохідності).

У цілому, щодо управління золотовалютними резервами можна говорити про вирішення завдання співвідношення «ризик – ліквідність – дохідність» з огляду на призначення золотовалютних резервів, їхній відносний обсяг, поточну кон'юнктуру фінансового ринку та інші чинники.

У підсумку слід зауважити, що не існує сталих методів і меж регулювання, регулятивні впливи та можливості держави визначаються передусім економічною ситуацією в країні.

Питання для самоконтролю

1. Монетарна політика: стратегія і тактика.
2. Режими монетарної політики, їх характеристика, переваги і недоліки: монетарне, валютне та інфляційне таргетування.
3. Трансмісійний механізм та канали монетарного впливу на економіку.
4. Процентна політика: інструменти та механізми впливу на економіку.
5. Кредитна політика: інструменти та механізми впливу на економіку.
6. Резервна політика: інструменти та механізми впливу на економіку.
7. Валютна політика: інструменти та механізми впливу на економіку.
8. Операції центрального банку з цінними паперами на відкритому ринку, інструменти та механізми впливу на економіку.
9. Депозитні сертифікати: характеристика та мета застосування.
10. Особливості управління золотовалютними резервами країни.

МОНЕТАРНІ РЕЖИМИ: МЕТОДОЛОГІЯ ТА ЕФЕКТИ ВПЛИВУ НА ЕКОНОМІКУ

2.1. Валютна політика, валютне регулювання – валютний канал впливу

Одним із каналів монетарного впливу на економіку є валютний канал, дія якого втілюється через валютну політику і валютне регулювання.

Валютна політика – це комплекс економічних, організаційних, правових, адміністративних та інших заходів, методів, форм, інструментів (державних і ринкових) у сфері валютно-фінансових і кредитних відносин відповідно до стратегічних та поточних цілей загальної економічної політики держави.

Валютна політика – окрема складова економічної політики, пов'язана з монетарною, зовнішньоекономічною та фіскальною політикою (рис. 2.1).

Основні завдання валютної політики:

- забезпечення стабільності курсу національної грошової одиниці;
- сприяння через курс валюти залученню іноземних інвестицій в економіку;
- регулювання зовнішньої платіжної взаємодії з іншими країнами і збалансування зовнішніх платежів;
- накопичення централізованих валютних резервів.

Об'єкти валютної політики:

- динаміка обмінного курсу;
- кон'юнктура валютного ринку;
- обсяги валютних операцій у країні тощо.



Рис. 2.1. Валютна політика як складова економічної політики держави

Основні цілі валютної політики:

- підтримання рівноваги платіжного балансу країни;
- забезпечення стабільності валютного курсу;
- лібералізація або обмеження можливостей суб'єктів господарювання у здійсненні валютних операцій;
- створення сприятливих умов для здійснення зовнішньоекономічної діяльності і міжнародних розрахунків та ін.

Валютне регулювання – це система державних та ринкових інструментів (механізмів) впливу на курс валюти та рух валютних цінностей на національному і міжнародному рівнях із метою досягнення визначених цілей валютної політики (рис. 2.2).

Виокремлюють дві основні групи інструментів валютної політики і валютного регулювання (*інструментів валютного каналу впливу*):

1) *інструменти прямого впливу* (спеціальні інструменти валютної політики):

- економічні;
- адміністративні;

2) *інструменти опосередкованого впливу* (загальні інструменти валютної політики) (рис. 2.2).

Загальні інструменти валютної політики – це засоби та методи, які центральний банк використовує для реалізації завдань монетарної



Рис. 2.2. Класифікація інструментів валютного каналу
(валютної політики і валютного регулювання)

політики, що через грошову масу і ринкові процентні ставки впливають на валютну сферу економіки.

Загальні інструменти є спільними як для валютної, так і для грошово-кредитної політики, що передбачає встановлення їх як головних тактичних орієнтирів передусім динаміки грошових агрегатів та ринкових процентних ставок, тобто пропозиції грошей та їх ціни на внутрішньому ринку.

Найпоширенішим прикладом загальних інструментів опосередкованого впливу на валютний ринок є **дисконтна політика** – система заходів центрального банку щодо встановлення і періодичної зміни офіційної облікової ставки за кредитами, які центральний банк

надає комерційним банкам, з метою впливу на динаміку валютного курсу через вплив на рух короткострокових капіталів.

Зміна облікової ставки є фактором впливу на валютний курс двома способами:

- підвищення облікової ставки центральним банком стимулює приплив іноземного капіталу з країн, де рівень облікової ставки нижчий, що створює додатковий попит на національну валюту і підвищення курсу національної валюти – ревальвація національної валюти;

- зниження облікової ставки центральним банком обумовлює відплив іноземного капіталу в країни з вищими ставками, що призводить до зростання попиту на іноземну валюту і зниження курсу національної валюти – девальвація національної валюти.

Спеціальні інструменти валютної політики – це засоби та методи, які центральний банк використовує для впливу на валютну сферу.

Економічні спеціальні інструменти валютної політики передбачають використання різноманітних засобів стимулювання економічної зацікавленості суб'єктів ринку у здійсненні тих чи тих валютних операцій з метою впливу на динаміку обмінного курсу та інші макроекономічні параметри розвитку національного господарства.

До економічних спеціальних інструментів валютного регулювання належать:

- девізна валютна політика;
- диверсифікація валютних резервів;
- регулювання режиму валютного курсу;
- ревальвація та девальвація валюти (див. рис. 2.2).

Адміністративні інструменти валютної політики передбачають сукупність заходів із нормативно-правового регулювання різних аспектів функціонування валютного ринку країни та діяльності його учасників. Адміністративні інструменти є необхідним доповненням монетарних та економічних важелів реалізації валютної політики.

Розглянемо спеціальні інструменти впливу валютного каналу (адміністративні та економічні) більш детально.

Насамперед слід звернути увагу на такий двоїстий інструмент валютного впливу, як ревальвація і девальвація національної валюти, оскільки цей напрям можна розглядати і як мету поточного валютного регулювання, і як інструмент впливу з позицій монетарної політики (стратегії) в країні в цілому.

Девальвація національної грошової одиниці – фактичне зниження курсу національної грошової одиниці щодо іноземних валют або міжнародних розрахункових одиниць. Девальвація може відбутися стихійно або проводитися цілеспрямовано як елемент валютної політики держави з метою впливу на розвиток економіки, передусім на розвиток зовнішньоекономічних відносин через підвищення конкурентоспроможності експорту та поліпшення стану платіжного балансу.

Ревальвація національної грошової одиниці – фактичне підвищення курсу національної грошової одиниці щодо іноземних валют або міжнародних розрахункових одиниць. Ревальвація вигідна для імпортерів та кредиторів, проте не вигідна для експортерів. Ревальвація здебільшого вигідна імпортерам, які купують дешевше іноземну валюту для оплати товарів, та не вигідна експортерам, оскільки їхня валютна виручка в національній валюті знижується. Реальні доходи населення підвищуються, а також збільшуються інвестиції, оскільки вигідно вкладати гроші в економіку країн із багатшим населенням, адже збільшення доходів означає і збільшення купівельної спроможності.

Крім ревальвації або девальвації, валютне регулювання може бути спрямовано на підтримання стабільності валютного курсу.

Підтримання стабільності – дії відповідних державних органів із метою утримання курсу національної валюти на одному рівні.

Приклади позитивних та негативних наслідків ревальвації та девальвації національної грошової одиниці наведено в табл. 2.1.

Таблиця 2.1

Позитивні та негативні наслідки ревальвації та девальвації національної грошової одиниці

Методи	Позитивні наслідки	Негативні наслідки
Девальвація	<ul style="list-style-type: none"> • Стимулювання експорту • Підвищення конкурентоспроможності експортерів і покращення позицій країни на світовому ринку 	<ul style="list-style-type: none"> • Зниження життєвого рівня населення • Можливий розвиток інфляції внаслідок зростання імпортних цін
Ревальвація	<ul style="list-style-type: none"> • Стимулювання імпорту • Можливе зниження інфляції • Стимулювання споживчого попиту на внутрішньому ринку 	<ul style="list-style-type: none"> • Невигідна політика для експортерів • Погіршення сальдо платіжного балансу країни

Треба зауважити, що поняття «девальвація» і «ревальвація» відрізняються від понять «знецінення» і «подорожчання» грошей. Девальвація і ревальвація є результатом цілеспрямованих дій державних органів валютної політики, а знецінення і подорожчання валюти відбувається природним чином під дією ринкових сил. Однак досить часто ці терміни ототожнюють.

У межах застосування *адміністративних інструментів* валютної політики варто виділити валютні обмеження.

Валютні обмеження – це заходи адміністративного, економічного та організаційного характеру, спрямовані на встановлення жорсткого контролю над усіма операціями з іноземною валютою і концентрацію валютних ресурсів у розпорядженні держави.

Основні завдання валютних обмежень – це регулювання валютного курсу, недопущення валютних спекуляцій, регулювання платіжного балансу, захист внутрішніх галузей економіки, концентрація валюти в розпорядженні держави.

Форми валютних обмежень:

- валютна блокада – замороження в банках валютних цінностей іноземних держав та громадян. Валюта на блокованих рахунках може бути використана тільки в конкретній країні;

- видулення валютної виручки в суб'єктів економіки;

- обмеження на обмінні та касові операції з валютою;

- множинність валютних курсів тощо.

Режим множинності валютних курсів – це форма реалізації валютно-курсової політики, за якої в країні застосовують диференційовані курси національної валюти залежно від сфер економіки, видів валютних операцій, учасників цих операцій, використовуваних валют. Зазвичай такий режим передбачає наявність двох або більше валютних курсів у різних сферах діяльності. У системах множинних валютних курсів використовуються офіційні, ринкові, комерційні, аукціонні, пільгові та штрафні валютні курси, курси клірингових валют, валютні курси для критичного імпорту, традиційного експорту тощо. Держава, яка застосовує такі валютні обмеження, фактично запроваджує приховане субсидування та приховане оподаткування економічних суб'єктів. Наприклад, завищений офіційний курс національної валюти не вигідний для продавців іноземної валюти та вигідний для покупців.

Здебільшого валютні обмеження запроваджують у разі хронічної нестачі іноземної валюти або з метою подолання валютно-фінансових криз у країні.

Різновидами *економічних інструментів* валютної політики є девізна валютна політика, диверсифікація валютних резервів центрального банку, режими валютного курсоутворення та ін.

Девізна валютна політика – вплив на курс національної валюти за допомогою купівлі-продажу іноземної валюти.

Девізна політика є методом стримування валютних коливань, а її інструменти прямо впливають на валютний курс та створюють передумови його стабільності. Девізна політика проводиться у формі валютних інтервенцій.

Валютні інтервенції – це пряме втручання центрального банку країни в операції на валютному ринку з метою регулювання курсу національної валюти через операції купівлі-продажу іноземних валют.

Спрямованість валютної інтервенції визначається тим, яка мета стоїть перед центральним банком – підвищити чи знизити обмінний курс національної валюти. Так, з метою ревальвації національної валюти центральний банк в обмін на національну валюту продає іноземну валюту, коли її пропозиція на ринку є недостатньою. Завдяки цьому обсяги національної валюти порівняно з іноземною на ринку зменшуються, а тому її «ціна» (у вигляді обмінного курсу) зростає.

І, навпаки, центральний банк скуповує іноземну валюту, щоб девальвувати національну валюту, коли є її надлишок пропозиції на ринку. У результаті обсяги іноземної валюти на ринку зменшуються, а національної валюти – збільшуються, а отже, знижується її «ціна» – валютний курс.

Валютні інтервенції є однією з найбільш використовуваних форм валютної політики, що характеризуються великими масштабами і порівняно коротким періодом застосування.

Валютна інтервенція може здійснюватися:

- за рахунок власних резервів іноземної валюти;
- за рахунок «своп-угоди» (договір з певною країною з приводу одержання кредиту у валюті цієї ж країни, потрібного для здійснення валютної інтервенції);
- за рахунок продажу цінних паперів, розміщених в іноземній валюті.

Використання валютних інтервенцій має певні межі, оскільки вони ефективні лише за незначної невідношеності платіжних балансів,

що характеризується періодичною зміною активного і пасивного сальдо. Через обмеженість розмірів офіційних валютних резервів продаж іноземної валюти має чергуватися з її купівлею. У зв'язку з цим країни, що мають хронічний дефіцит платіжного балансу, нерідко замість валютних інтервенцій застосовують валютні обмеження.

Крім валютних інтервенцій, ще одним каналом валютного впливу є **диверсифікація валютних резервів** – регулювання структури валютних резервів, що здійснюється шляхом продажу нестабільних валют та купівлі стабільних з метою мінімізації втрат.

Валютні (міжнародні) резерви – це запаси резервних активів, що перебувають на рахунках у центральному банку та в банках за кордоном і використовуються для сплати боргових зобов'язань, а також, за потреби, для проведення валютних інтервенцій з метою регулювання національної грошової одиниці.

Розміщення міжнародних резервів має важливе значення для уникнення їх знецінення, отримання прибутку і відповідного збільшення їх обсягів. Валютні резерви розміщуються на депозитних рахунках у надійних іноземних банках, а також у надійних цінних паперах. Певна частина резерву зберігається в готівковій формі з метою забезпечення поточних потреб в іноземних валютах на внутрішньому валютному ринку.

У разі зростання курсів певних валют центральні банки збільшують їхню частку в міжнародних резервах. Якщо ж валютні курси знижуються, частка цих валют у резервах також зменшується. Аналогічно регулюється і частка золота й інших активів. Для мінімізації ризику центральні банки збільшують кількість різних валют у складі своїх резервів.

Диверсифікація міжнародних резервів дає змогу державі уникнути їх знецінення. Однак продаж центральним банком нестабільних валют може викликати ще більше знецінення цих валют і посилити нестабільність валютних ринків.

Зважаючи на цілі монетарної політики, зокрема й на цілі валютної політики, в країні можуть діяти різні **режими валютного курсоутворення**.

Найтипівіші на сьогодні режими валютного курсоутворення:

1. Режим, коли в країні немає суверенного платіжного засобу (національної незалежної валюти) – валюта іншої країни циркулює як єдиний законний засіб платежу або вводять нову єдину валюту для групи країн:

- формальна валютизація: доларизація, євроїзація (Чорногорія, Панама, Еквадор);

- офіційно встановлена валюта на території більше ніж однієї країни, регіональна валюта – зона євро.

2. *Режим фіксованого валютного курсу*, що полягає у встановленні державними органами фіксованого рівня співвідношення між національною та іноземною валютами та здійсненні відповідних заходів монетарної і валютної політики для підтримання встановленого валютного паритету.

За такого режиму валютного курсоутворення в країні діє режим монетарної політики, що має назву **таргетування валютного (обмінного) курсу** – стратегія монетарної політики, що полягає в дотриманні встановленого показника валютнообмінного курсу національної грошової одиниці відносно іншої валюти чи групи валют.

Залежно від способів фіксації валютного курсу є різні види або способи реалізації режиму фіксованого валютного курсу. Найбільш типові режими:

- фіксований курс, коли існує прив'язка до однієї з провідних іноземних валют або до кошика валют;

- валютне бюро (валютна рада);

- множинні валютні курси та ін.

Фіксований курс – *із прив'язкою національної валюти до однієї з провідних валют світу або до кошика валют*. Залежно від валюти, щодо якої фіксується національна валюта, використовують такі поняття, як «доларизація» і «євроїзація». Прив'язку національної валюти до кошика валют здійснюють на підставі вибору певної пропорції іноземних валют країн, які є основними торговими партнерами країни.

Є декілька варіантів фіксованого валютного курсоутворення, зокрема:

- фіксований валютний курс, коли законодавчо встановлено чітке співвідношення між валютами, коливання допускаються в межах 1 %;

- фіксований валютний курс із коридором, що передбачає законодавчо встановлене чітке співвідношення між валютами з коливаннями у визначених межах (коридор). Центральний банк проводить інтервенції, аби утримати курс у встановлених межах. Розмір коридору становить не частки або одиниці відсотків, а їх десятки.

Режим валютних курсів *на основі впровадження валютної ради (валютного бюро)* передбачає фіксацію курсу національної валюти

законодавчо, коли грошова маса (готівка та кошти на рахунках у банках) має бути повністю покрита іноземною валютою (або золотовалютним запасом центрального банку) за фіксованим курсом. Такий режим забезпечує рівновагу на валютному ринку, але суттєво обмежує можливості центрального банку використовувати всі інструменти грошово-кредитної політики для підтримання економічної стабільності.

Основні характеристики валютного бюро:

- курс національної валюти відносно валюти-якоря фіксується в законодавчому порядку;
- валютне бюро підтримує повну необмежену конвертованість національної валюти в іноземну, проти якої курс зафіксований;
- грошова база повинна мати більше ніж 100 % покриття золотовалютними резервами центрального банку;
- зміни в грошовій базі відбуваються винятково в результаті змін у золотовалютних резервах;
- центральний банк країни не може бути кредитором останньої інстанції для комерційних банків;
- центральному банку заборонено кредитувати уряд.

Режим множинності валютних курсів – це форма реалізації валютно-курсової політики, за якої в країні застосовують диференційовані курси національної валюти залежно від сфер економіки, видів валютних операцій, учасників цих операцій, видів валют.

3. Плаваючий (гнучкий) режим валютних курсів передбачає формування курсу валют під впливом попиту і пропозиції, використання ринкових важелів впливу на валютний курс і обмеженість втручання держави в процес курсоутворення.

Слід звернути увагу на те, що навіть за гнучкого режиму валютно-обмінного курсу застосовуються різноманітні обмеження та заходи контролю за курсовими коливаннями. Зокрема, реалізація режиму обмеженого плавання може здійснюватися в таких напрямках:

- встановлення валютного коридору;
- кероване плавання.

Валютний коридор передбачає встановлення центральним банком верхньої і нижньої меж, у яких може коливатися курс національної валюти під впливом ринкових важелів, а вихід за ці межі не допускається за допомогою інструментів дивізійної політики.

Також виділяють таке поняття, як *валютний тунель*. Основна відмінність валютного тунелю від валютного коридору полягає в тому, що валютний коридор передбачає крайні межі коливань валютного курсу, а валютний тунель – межі коливань (найчастіше від $\pm 2,5\%$) навколо спеціально визначеного центрального значення.

Кероване плавання – це режим управління валютним курсом, який полягає в цілеспрямованій зміні вартості національної валюти, переважно в бік девальвації. Такий режим використовують здебільшого в періоди кризових ситуацій на валютних ринках разом із заходами макроекономічної стабілізації, спрямованими на вирівнювання платіжного балансу. Основними варіантами такого режиму валютно-курсової політики є:

- повзуча прив'язка, коли відбувається періодична зміна валютного курсу на заздалегідь заплановану й опубліковану величину. Таке коригування відбувається при зміні певного ринкового індикатора (наприклад, інфляції, або національна валюта контролювано девальвується згідно з попередньо встановленим темпом девальвації щодо однієї або кількох валют);

- «брудне» плавання, за якого обмінний курс змінюється на величину, заздалегідь не оголошену, з невизначеною періодичністю;

- похилий коридор, який об'єднує механізми валютного коридору і повзучої прив'язки.

Переваги режиму вільно плаваючого валютного курсоутворення:

- зменшення потреб у валютних резервах держави;
- лібералізація валютних і торговельних операцій;
- автоматичне регулювання платіжного балансу;
- незалежна від валюти інших країн монетарна політика;
- немає «чорного» валютного ринку тощо.

Недоліки режиму вільно плаваючого валютного курсоутворення:

- збільшення ризику та ступеня невизначеності економіки внаслідок складного прогнозування майбутніх валютних курсів;

- потреба додаткових витрат у суб'єктів економіки на страхування від несприятливих змін валютних курсів;

- дестабілізаційний вплив на національну економіку значних коливань валютних курсів та спекуляцій на валютних ринках тощо.

Цей валютний режим є здебільшого теоретичною моделлю. У світі є порівняно небагато країн, які в змозі повністю відмовитися від регулювання валютного ринку. Іноді режим вільного плавання

валютних курсів запроваджують і країни, що розвиваються, а також країни з перехідною економікою. Однак такий вибір здебільшого пояснюється не розвитком економіки, а нестачею валютних резервів країни чи бажанням уряду проводити антиінфляційну політику.

У цілому, переваги і недоліки фіксованого та плаваючого режимів валютних курсів відображено в табл. 2.2.

Таблиця 2.2

Порівняння режимів фіксованого та плаваючого валютних курсів

Критерій порівняння	Режим фіксованого валютного курсу	Режим плаваючого валютного курсу
Формування вартості валюти	Встановлюється центральним банком, не відображає реальної вартості валюти	Встановлюється під впливом ринкових механізмів, відображає реальну вартість валюти
Інфляція	Може використовуватись як інструмент антиінфляційної політики, адже сприяє підвищенню довіри населення до національної валюти і обмеженню інфляційних очікувань	Може спричиняти інфляційний тиск у зв'язку з одночасною зміною цін і процентних ставок
Платіжний баланс	Рівновага платіжного балансу забезпечується жорстким контролем центрального банку	Рівновага платіжного балансу забезпечується автоматично під дією ринкових важелів
Золотовалютні резерви	Потребує нагромадження значних обсягів золотовалютних резервів з метою проведення валютних інтервенцій	Не потребує нагромадження значних обсягів золотовалютних резервів, що розширює можливості монетарної політики
Монетарна політика	Фактична неможливість проведення самостійної монетарної політики	Розширення можливостей монетарної політики
Інвестиційний ринок	Сприяє підтриманню стабільності інвестиційного ринку; передбачуваність і плановість зовнішніх операцій	Суттєва залежність інвестиційного ринку від коливань курсу спричиняє недовіру інвесторів до вітчизняної економіки

Слід також звернути увагу на те, що режими валютного курсоутворення не є сталими, вони по-різному комбінуються та постійно змінюються.

2.2. Особливості прояву валютного каналу в нестабільних економіках

Існують різні фактори та умови економічного розвитку країн, що можуть викривити канали трансмісії в країні та нівелювати очікувані ефекти при валютному регулюванні.

Зокрема, вагомою загрозою викривлення впливу валютного каналу в нестабільних економіках є диспропорції у структурі економіки, зокрема висока імпортозалежність, боргова залежність державного сектору та мультивалютність грошового обігу в економіці (**шоки доларизації**¹).

Доларизація – проникнення долара США та інших валют розвинутих країн світу у внутрішній грошовий обіг країн зі слабкими неконвертованими валютами. Термін «доларизація» походить від назви грошової одиниці США (dollar). Нині цей термін використовують для позначення процесу витіснення національної грошової одиниці не лише долларом, а й будь-якою іноземною валютою.

Причини поширення цього явища мають економічний, політичний та соціальний аспекти.

Політичний аспект – це бажання США зберігати лідерство у світовому масштабі. Наприклад, країни Латинської Америки Панама та Еквадор повністю перейшли на використання долара у внутрішньому обігу країн і таким чином здобули тіснішу економічну співпрацю та інтеграцію в певний політичний простір. Подібний формат доларизації сприяє тісному розвитку міжнародної торгівлі і може бути вигідним для маленьких держав, які таким чином стають зв'язані з країнами-емітентами іноземної грошової одиниці, саме через зменшення ризику валютних коливань.

Соціальний аспект доларизації полягає в побоюваннях щодо втрати вартості заощаджень, коли суб'єкти певної країни тримають частку заощаджень в іноземній валюті через негативні інфляційні очікування стосовно національної валюти.

Економічний аспект доларизації є найбільшим по суті впливу на подібне явище і пов'язаний з такими економічними чинниками,

¹ Доларизація економіки – широке надпланове, непрогнозоване використання в грошовому обігу іноземної грошової одиниці – доларів, у різних економічних операціях.

як розвиток міжнародної торгівлі, залучення іноземних інвестицій та кредитів, розширення міжнародного туризму та високий рівень інфляції.

Зокрема, високий рівень інфляції є однією з основних причин виникнення заміни внутрішньої валюти на зовнішню (найчастіше американський долар). Цей процес відбувається за відсутності обмежень щодо обміну валюти та низького рівня розвитку фінансових інституцій. Передусім, іноземна валюта бере на себе функцію засобу нагромадження, але з часом стає мірою вартості, а вже потім засобом обігу. Через високу ліквідність і стабільність іноземної валюти населення змінює валютні уподобання в бік зменшення використання власної грошової одиниці. Слід звернути увагу на те, що цей процес заміни не є оборотним: навіть після нормалізації стану національної грошової одиниці процес не стає реверсійним, тобто повний перехід на національну валюту не відбувається. Для такого переходу потрібна спеціальна відновлювальна політика уряду.

Види доларизації:

- офіційна (повна) доларизація;
- напівофіційна;
- неофіційна.

Офіційна доларизація відбувається за планомірної політики уряду щодо переходу на іншу грошову одиницю, а неофіційна – за валютного хаосу, коли інститути, що регулюють грошову масу, не в змозі впоратися зі зменшенням довіри до своєї валюти, припливом у високих кількостях більш стабільної іноземної валюти. За напівофіційної доларизації відбувається використання власної грошової одиниці та іноземної на одному рівні.

Офіційна доларизація стала предметом багатьох дискусій, адже вона є наслідком політики держави, тому за офіційної доларизації валютна грошова маса в країні є контрольованою. Така її особливість має як сильні, так і слабкі сторони. Для переходу на нову валюту потрібен тривалий підготовчий та адаптаційний процес, пов'язаний з конвертацією всіх активів та пасивів на нову грошову одиницю та реорганізацією фінансових інституцій країни. Для того щоб вирішити, доларизувати свою економіку чи ні, потрібно врахувати низку економічних факторів – від розміру держави та її відкритості до низки соціально-політичних

факторів, як-от національні інтереси та майбутні вигоди від вступу до однієї валютної зони.

Причини, що підштовхують країни до офіційної доларизації

1. «Злиття» з валютним блоком, з яким ведеться найактивніша торгівля, політичні причини.

2. Усунення валютного курсу, який є основним чинником фінансової крихкості та причиною нестабільності фінансової сфери.

3. Суперечлива роль валютних резервів.

4. Скасування плаваючого курсу, який дестабілізує економіку.

Загалом, основними причинами, через які країни погоджуються прийняти грошову одиницю іншої держави, є бажання тіснішої співпраці з розвинутою економікою та прагнення позбутися ризиків щодо коливання валютних курсів та їх впливів на економіку.

Незважаючи на ці причини, офіційна доларизація має як плюси, так і мінуси, які треба враховувати під час формування фінансової політики.

На початок 2014 р. долар США перебував в офіційному обігу в таких державах:

1. Країни, які використовують тільки долар США: Британські Віргінські Острови, Маршалові Острови, Нідерландські Карибські Острови, Східний Тимор, Еквадор, Сальвадор, Палау, Панама, Федеральні Штати Мікронезії, Острови Теркс і Кайкос.

2. Країни, які використовують долар США та власну грошову одиницю: Багамські Острови, Уругвай, Нікарагуа, Камбоджа, Ліван, Ліберія, Зімбабве, Гаїті, В'єтнам.

Позитивними аспектами офіційної доларизації можна назвати такі:

- нівелювання валютного ризику (або ризику девальвації внутрішньої валюти): що більші торговельні і фінансові зв'язки країни з доларовою зоною, то більшою буде економія за рахунок зменшення страхування валютного ризику;

- зниження ризиків країни: усунення ризику девальвації дає змогу позбутися ризику раптового зростання процентних ставок, невиконання боргових зобов'язань і погіршення загальноекономічного середовища, а також скорочує премії за ризик по іноземних запозиченнях, звідси впливає, що процентні ставки іноземних кредитів падають. Своєю чергою, нижчі процентні ставки і стабільність фінансових потоків сприяють зростанню інвестицій та загальному економічному зростанню країни;

- зменшення волатильності реального валютного курсу: для країн, що розвиваються, країн із високою інфляцією і нестійкою національною валютою відбувається стабілізація реального валютного курсу;

- скорочення резервів фінансової системи, зменшення потреб фінансової системи в додаткових резервах (наприклад, згідно з експертними оцінками, якщо б Панама не була доларизованою країною, її фінансовій системі довелося б тримати на 3 % від ВВП резервів більше);

- падіння інфляції: офіційна доларизація за своїм ефектом аналогічна реалізації вмілої антиінфляційної програми;

- можливості довгострокового фінансування: максимальна інтеграція у світову фінансову систему і доступ до довгострокових ресурсів;

- поліпшення державних фінансів: зворотний ефект Олів'єра – Танзі – уряд позбавляється можливостей інфляційного оподаткування, за рахунок чого відбувається зростання реальних доходів бюджету. Крім того, завдяки зниженню валютного та державних ризиків зменшуються витрати зовнішніх запозичень уряду, що також покращує стан державних фінансів;

- стабільність: доларизація діє як елемент стабілізації економічної ситуації, оскільки прив'язує грошово-кредитну сферу до сильнішої та більшої зони, яка є менш вразливою, ніж маленька економіка;

- інтеграція: доларизація передбачає інтегрування у світовий фінансовий простір і слугує основою утворення надійного фінансового сектору, таким чином економіка отримує можливість розвитку і збільшує привабливість для інвесторів, для яких спільність грошової одиниці є заохочувальним знаком. Інтеграція у валютну сферу долара США, який займає 86 % обсягу всієї світової торгівлі та фінансового ринку, є не тільки перспективною, а й бажаною для країн, які більшість своїх благ експортують у країни з грошовою одиницею американський долар;

- доларизація дає змогу уникати валютних криз і криз платіжного балансу.

Але офіційна доларизація має також і негативні риси, адже позбавлення себе власної грошової одиниці обмежує діяльність держави на фінансовому ринку і робить інститут центрального банку менш потрібним.

Негативні аспекти офіційної доларизації

- Втрата монетарного суверенітету державою. Стабільність офіційно доларизованої країни безпосередньо залежить від країни-емітента грошової одиниці, і єдиними інструментами впливу під час криз є внутрішня гнучкість цін та зарплат.

- Функція останнього кредитора втрачається, адже центральний банк не може надавати дешеві кредити для підприємств держави, оскільки не має здатності випускати додаткові одиниці іноземної валюти. Також центральний банк не буде в змозі покрити бюджетний дефіцит.

- Оскільки девальвація національної валюти буде неможлива, то й допомога експортерам через зниження курсу національної валюти і, таким чином, стимулювання експорту не зможе відбутись.

- Втрачається можливість реально впливати на інфляційні процеси.

- Великі трансакційні витрати на зміну функціонування банкоматів, банків, цінників та заміну національної на нову грошову одиницю, перегляд та переукладання всіх попередніх угод та контрактів із переходом на нову грошову одиницю.

- Країни-лідери не завжди вдаватимуться до регулювання валютного курсу для покращення ситуації в доларизованій країні. Можливі конфлікти інтересів між країною-емітентом та доларизованою державою.

На думку провідних економістів та науковців, основною проблемою, що спричиняє негативне ставлення до офіційної доларизації, є втрата можливості отримувати емісійний прибуток, тобто втрата сеньйоражу. Сеньйораж – це дохід, який отримує держава від додаткового випуску грошових одиниць. Його також ще називають інфляційним податком та емісійним доходом.

Доларизація передбачає втрату двох видів емісійного прибутку:

- 1) втрата «накопиченого доходу»;
- 2) втрата майбутнього емісійного прибутку.

Втрата «накопиченого доходу» полягає в тому, що для проведення доларизації уряду країни потрібно спершу викупити всю національну валюту, яка на цей час є в обігу громадян та банків. Для здійснення цієї операції країна повинна володіти такою кількістю іноземної валюти, що є еквівалентною кількості валюти, яка є в цей момент часу в населення та банків. Це дуже велика сума, яку країна

або позичає, або накопичує в процесі торгових операцій. Втрата майбутнього емісійного прибутку пов'язана з тим, що країна вже не випускатиме грошові одиниці, які потрібні для задоволення попиту на гроші.

Варто звернути увагу на те, що країни-емітенти отримують додатковий емісійний прибуток, задовольняючи попит на гроші доларизованих країн. Таким чином, поширення своєї національної валюти є вигідним і може забезпечити країну додатковим прибутком. Прибуток від сеньйоражу є меншим, ніж 1 % ВВП, але ця сума все одно є досить великою (наприклад, США отримують кожен долар від додаткової емісії від доларизованих країн).

Офіційна доларизація хоча і являє собою складний процес, але її важко порівняти з неофіційною, яка виникає внаслідок валютного хаосу і має деструктивний характер для економіки країни.

Напівофіційна доларизація характеризується тим, що в країні функціонує бивалютна система. Згідно з визначенням МВФ, у країнах із напівофіційною доларизацією іноземна грошова одиниця вважається другим легальним платіжним засобом. Загалом, заробітна плата, податки і повсякденні витрати здійснюються в національній валюті, а іноземна валюта є валютою банківських вкладів. Це можна пояснити тим, що громадяни більше довіряють іноземній валюті, вважають її більш стабільною і менш ризикованою для депозиту. На відміну від офіційно доларизованих країн, у напівдоларизованих зберігається національний банк і залишається можливість проводити грошово-кредитну політику.

Третім видом доларизації є *неофіційна доларизація*. Вона існує в тих країнах, де іноземна валюта не є легальним платіжним засобом, але водночас має значну питому вагу в загальній грошовій масі. Іноземна валюта виконує роль у проведенні великих операцій і накопиченні заощаджень. Розвиток неофіційної доларизації є наслідком нестабільності в економіці, свідчить про недовіру громадян до національної валюти і про погану грошово-кредитну політику держави. Зазвичай неофіційна доларизація існує у формі заощаджень громадян в іноземних валютах.

Основною причиною розвитку неофіційної доларизації є висока інфляція. Люди шукають більш стабільні замінники національній грошовій одиниці, тому користуються бартером, дорогочінними металами і стабільною іноземною валютою. За таких

обставин уряд країни стикається з ситуацією, коли ліквідною грошовою одиницею є нелегальна іноземна валюта, водночас самі громадяни вимушені використовувати нелегальні грошові одиниці, адже в такій нестійкій економіці лише вони зберегли функцію міри вартості.

Неофіційна доларизація зазвичай проходить у 3 етапи.

1. *Заміщення активів.* Перша функція, яку перебирає на себе іноземна валюта, – це засіб нагромадження. Тобто стабільність іноземної валюти на фоні високої інфляції є більш привабливою і асоціюється з меншими ризиками для громадян; щоб зберегти свої заощадження, економічні агенти конвертують свій дохід з національної валюти в іноземну або купують іноземні фінансові активи.

2. *Валютне заміщення.* Наступними функціями, яких набуває іноземна валюта, є засіб платежу та міра вартості. Коли інфляція збільшується і ціни зростають щодня на декілька нулів, трансакційні витрати на заміну цінників стають досить високими, тому ціни починають представляти в доларах чи іншій іноземній валюті. Готівкова іноземна валюта може надходити в країну декількома шляхами, а саме:

- ввезення уповноваженими комерційними банками (що мають ліцензію на проведення операцій з валютними цінностями), які отримують її в зарубіжних центральних банках зі своїх рахунків;
- перевезення туристами, екіпажами транспортних засобів, службовцями під час відряджень;
- зняття готівкової валюти з рахунків компаній і організацій у вигляді виплати витрат на відрядження, премій, бонусів тощо;
- оплата готівковими коштами контрабанди наркотиків, зброї та ін.;
- переказ готівкової валюти з-за кордону громадянами цієї країни, що працюють там;
- переказ готівкових коштів на особові рахунки за рахунок фіктивних контрактів, заниження вартості експорту, завищення вартості імпорту або використання відмінного від офіційного валютного курсу.

3. *Повна доларизація.* Зі зростанням ролі іноземних грошових одиниць в економіці країни вони також з'являються в банківській сфері. Громадяни та банки самі стають зацікавленими

у формуванні депозитних рахунків з іноземної валюти, оскільки вона є стабільною і несе менші ризики. Таким чином відбуватиметься поступова доларизація банківської системи.

Проте навіть розвинені держави з низькою інфляцією та розвиненими інститутами можуть піддаватися впливу доларизації, помірний рівень якої не є негативним, а навпаки – бажаним.

Дії щодо вимірювання кількості іноземної валюти в доларизованих країнах не були успішними, тому що дуже часто економічні агенти не бажають повідомляти про заощадження в іноземній валюті. Утім, країни керуються деякими орієнтирами: частка валютних депозитів у загальному обсязі грошового агрегату M2 (FCD – цей показник легше знайти, адже банки мають постійну звітність перед державними органами, на відміну від громадян); контроль і декларування ввезеної готівкової валюти громадянами та банками, а також витрати населення на купівлю іноземної валюти.

Якщо іноземна валюта в грошовому агрегаті M2 становить понад 30 %, то в країні високий рівень доларизації. Помірний рівень доларизації характерний для держав, у яких частка іноземної валюти в грошовому агрегаті M2 становить 18 %.

Україна належить до країн з неофіційною доларизацією, показник рівня доларизації української економіки, за методикою МВФ, у 2014 р. становив 29,1 %. Причому для України є характерною як *реальна доларизація* (іноземна валюта використовується в операціях купівлі-продажу в країні), так і *фінансова доларизація* (іноземна валюта є інструментом заощаджень), що підтверджує показник відношення депозитів в іноземній валюті до загального обсягу банківських депозитів. Рівень доларизації за цим показником в Україні є досить високим і в 2014 р. становив 42,2 %. Гривня лише частково виконує функції грошей в економічному обороті України (табл. 2.3).

Негативний вплив чинника доларизації на валютний канал. Високий рівень доларизації в економіці обумовлює наявність постійного попиту на неї. Така залежність від іноземної валюти, а також хронічна для України ситуація перевищення валютного попиту над валютною пропозицією можуть бути додатковими чинниками, що тиснуть на валютний курс і ще більше посилюватимуть тенденцію його зростання на користь іноземних валют і, відповідно, провокуватимуть нестабільність у сфері обігу, споживання, нагромадження. Як наслідок – девальвація гривні, зростання інфляції, інші економічні шоки.

Таблиця 2.3

Виконання функцій грошей іноземною валютою в українській економіці

Функції грошей	Приватне використання	Державне використання
Міра вартості	<ul style="list-style-type: none"> • Валюта ціни в зовнішньо-торговельних операціях • Визначення ціни на імпортовані товари (електроніка, техніка, автомобілі) • Неформальний орієнтир вітчизняного ринку нерухомості та землі 	<ul style="list-style-type: none"> • Валюта-якір
Засіб обігу і платежу	<ul style="list-style-type: none"> • Валюта платежу в зовнішній торгівлі • Внутрішній обіг інших країн (при виїзді за кордон) • Валютообмінні угоди • Кредитування 	<ul style="list-style-type: none"> • Валюта інтервенцій • Платежі за іноземними кредитами
Засіб нагромадження	<ul style="list-style-type: none"> • Приватні інвестиції • Депозити юридичних та фізичних осіб 	<ul style="list-style-type: none"> • Резервна валюта НБУ

2.3. Таргетування інфляції та процентний канал впливу

Інфляційне таргетування – це система монетарного устрою (монетарної політики), яка характеризується публічним проголошенням офіційної кількісної мети щодо інфляції (або інтервалу) на середньострокову перспективу з акцентом на тому, що низька і стабільна інфляція є основною метою монетарної політики в довгостроковому періоді.

Основним інструментом впливу на інфляцію за такого монетарного режиму є процентні ставки (облікова процентна ставка).

Американський економіст Мілтон Фрідмен, лауреат Нобелівської премії з економіки 1976 року «За досягнення в галузі аналізу споживання, історії грошового обігу і розробки монетарної теорії, а також за практичну демонстрацію складності політики економічної стабілізації», стверджує, що інфляція всюди і завжди є грошовим феноменом. Унікальна функція центрального банку щодо забезпечення країни грошима зумовлює його відповідальність за цінову стабільність. Цінова стабільність є ключовою метою монетарної політики центрального банку «інфляційне таргетування», оскільки забезпечує сприятливі умови для економічного зростання та високого рівня зайнятості в країні (рис. 2.3).



Рис. 2.3. Результати цінової стабільності в економіці

Різновиди інфляційного таргетування

Залежно від ступеня коливань показника інфляції:

- жорстке таргетування, за якого задається конкретний показник інфляції, що є обов'язковим для дотримання;
- гнучке таргетування передбачає коливання показника інфляції в заданих межах або періодично змінюється (коригується).

Залежно від міри прозорості інформації:

- відкрите таргетування, за якого центральний банк зобов'язаний дотримуватися певних цільових показників інфляції в умовах повної прозорості, як, наприклад, у Новій Зеландії та Канаді, де фінансова стабільність уже є досить високою, лише виникає потреба взяти за мету низький рівень інфляції;
- приховане таргетування передбачає стабілізацію рівня інфляції без відкритої звітності про цільові показники. Цей різновид таргетування застосовується, якщо в країні існує доволі низький рівень інфляції та достатня фінансова стабільність, а пріоритетною метою економічної політики є досягнення стабільності цін та обсягів виробництва;
- пробне (експериментальне) таргетування. У цьому випадку центральний банк має на меті зниження рівня інфляції за умови збереження стабільності інших економічних факторів (показників). Застосування цього різновиду таргетування характерне здебільшого для країн із перехідною економікою. Специфічними рисами тут є низький рівень довіри до дій центрального банку при одночасній очевидності потреби боротьби з інфляцією, а також проблематичність введення цільових показників інфляції, оскільки економіка таких країн дуже вразлива до циклічних фінансових шоків.

Слід звернути увагу на те, що для впровадження політики таргетування інфляції економіка країни має відповідати певним умовам. Зокрема, виділяють такі *макроекономічні передумови інфляційного таргетування*:

1. Дієвий трансмісійний механізм процентного каналу з ключовим інструментом – процентною ставкою: перед впровадженням політики інфляційного таргетування центральний банк має бути впевнений, що зміна облікової ставки матиме вплив на елементи трансмісійного механізму, тобто має простежуватися чітка кореляція між обліковою ставкою та інфляцією.

2. Добре розвинутий фінансовий ринок країни – ринкові процентні ставки мають бути еластичними до зміни облікової ставки.

3. Зважений та добре розвинутий механізм прогнозування інфляції.

4. Гнучкий обмінний курс.

5. Відсутність інших номінальних якорів (цілей) в економіці, окрім інфляційного якоря, оскільки впровадження політики таргетування інфляції передбачає відмову від інших монетарних режимів.

6. Прозора та підзвітна монетарна політика: чітке розмежування обов'язків та відповідальності підрозділів ЦБ.

7. Принцип відсутності «фіскального домінування» та ін.

Також розвинена система інфляційного таргетування передбачає застосування досить широкого спектру дій.

По-перше, уряду спільно з ЦБ потрібно здійснювати публічне (зазвичай закріплене законодавчо) проголошення стратегії середньострокової цінової стабільності та проміжної мети щодо інфляції (точніше, щодо відхилення прогнозу інфляції від цільового показника) на період, достатній для того, щоб зміни в монетарній політиці встигали впливати на рівень інфляції. Фіскальна та регуляторна політика повинна бути спрямована на підтримання ЦБ у досягненні цінової стабільності.

По-друге, передбачено інституціональне зобов'язання у формі правил та процедур, за якими має діяти ЦБ, а також його повна незалежність у сфері застосування інструментів монетарної політики.

По-третє, потрібна чітка стратегічна визначеність щодо того, як саме монетарна політика шляхом зміни процентної ставки може доводити рівень інфляції до рівня цільового показника.

По-четверте, реалізується чітка і комплексна система комунікацій ЦБ з усіма макроекономічними агентами для підтримання довіри до монетарної політики з метою утримання інфляційних очікувань на низькому рівні.

По-п'яте, має посилюватися підзвітність ЦБ перед суспільством.

По-шосте, потрібне створення досконалої системи економічного аналізу та прогнозування з метою прийняття рішень у сфері монетарної політики та ін.

Позитивні наслідки застосування режиму інфляційного таргетування:

- зниження рівня інфляції та стабільна динаміка змін;
- зниження рівня інфляційних очікувань суб'єктів економіки та економічної невизначеності, що, своєю чергою, суттєво впливає на

покращення інвестиційного клімату і сприяє стабілізації економічного зростання.

Але є і негативні сторони такого монетарного режиму: таргетування інфляції може призвести до гальмування економічного зростання та підвищення рівня безробіття.

Варто наголосити, що економічний зміст таргетування інфляції полягає не в досягненні низького рівня інфляції за будь-яку ціну. *Основна мета запровадження цього виду монетарної стратегії – зниження інфляційних очікувань усіх суб'єктів економіки шляхом підвищення їхньої довіри до монетарної політики центрального банку.*

Також слід звернути увагу на те, що між зміною облікової ставки та змінами сукупного попиту існує певний часовий лаг, і ще довший лаг існує перед тим, як зміна облікової ставки вплине на споживчі ціни.

У світовій практиці найчастіше максимальний часовий лаг між зміною облікової ставки та зміною випуску товарів та послуг приблизно оцінено в один рік. А максимальний часовий лаг між зміною облікової ставки та зміною рівня споживчих цін – близько двох років. Таким чином, рішення про зміну облікової ставки має базуватися не на поточній інфляції, а на прогнозах та очікуваннях рівня інфляції в найближчі два роки.

Вагомою складовою політики інфляційного таргетування є **управління валютним курсом у країні за такого режиму.**

За умов інфляційного таргетування досягнення встановленого таргету є пріоритетною метою монетарної політики. Але існування декількох «якорів» (обмінного курсу та інфляції) рано чи пізно призводить до конфлікту цілей, ускладнює проведення монетарної політики та підриває довіру до дій ЦБ. Крім того, можуть виникати «загрози від режиму гнучкого обмінного курсу» (див. підрозділ 2.2), оскільки потоки капіталу та волатильність обмінного курсу можуть негативно вплинути на макроекономічну стабільність через канали реального та фінансового секторів, особливо в малих відкритих економіках, однією з яких є також Україна, через:

- ефект перенесення змін обмінного курсу на інфляцію (pass-through effect);
- питання фінансової стійкості в умовах високої доларизації пасивів балансів банків;
- побоювання щодо втрати експортом конкурентоспроможності;

- побоювання щодо втрати зрозумілого номінального якоря для прив'язки очікувань.

Відповідно застосовуються різні підходи до визначення ролі обмінного курсу в умовах режиму інфляційного таргетування:

- *активний*, коли центральний банк, «переймаючись» впливом обмінного валютного курсу на інфляцію як у бік її зниження, так і зростання, намагається активно впливати на обмінний валютний курс;

- *пасивний*, коли центральний банк звертає увагу на динаміку курсу тією мірою, якою він впливає на сукупний попит та інфляцію. Це означає, що ЦБ не намагається маніпулювати обмінним курсом, а реагує лише на ті його зміни, що загрожують досягненню інфляційної мети.

У цілому, управління обмінним курсом за умов волатильності потоків капіталу передбачає або застосування нового інструменту, або компроміс між новою зовнішньою метою та традиційною внутрішньою, що передбачає:

- комбінацію політик: зміна ключової ставки та проведення стерилізаційних валютних інтервенцій з метою досягнення як цінової, так і курсової стабільності;

- згладжування тимчасових флуктуацій обмінного курсу без наміру протистояти фундаментальним змінам;

- асиметричність валютних інтервенцій;

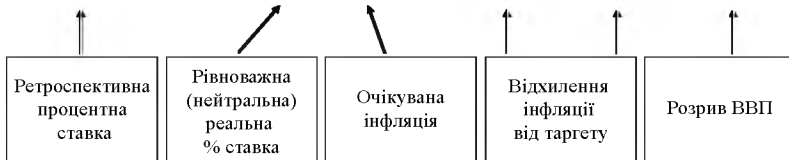
- контроль за рухом капіталу.

2.4. Особливості прояву процентного каналу в нестабільних економіках

Рішення з монетарної політики при інфляційному таргетуванні базуються на **прогнозі інфляції**: процентні ставки за інструментами монетарної політики повинні забезпечувати наближення прогнозу інфляції до значення таргету в середньостроковому періоді.

На практиці правило політики є гнучкішим (правило Тейлора):

$$i_t = \alpha i_{t-1} + (1 - \alpha)[(\bar{r}_t + \pi_t^{\text{exp}}) + \beta(\pi_{t+4} - \pi_{t+4}^{\text{targ}}) + \gamma_t^{\text{gap}}]$$



Важливим аспектом є розуміння монетарного *трансмісійного механізму режиму інфляційного таргетування* (рис. 2.4).

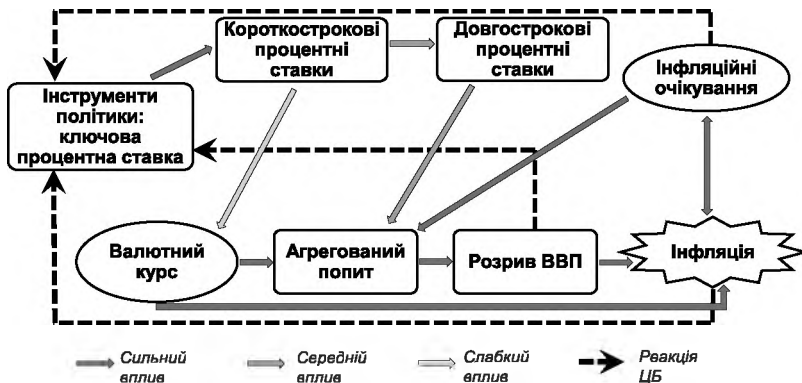


Рис. 2.4. Трансмісійний механізм монетарної політики

Слід також звернути увагу на те, що трансмісійний механізм діє в умовах впливу різноманітних зовнішніх шоків, до яких, зокрема, належать:

– фінансові шоки: іноземна процентна ставка, потоки капіталу, премія за ризик тощо;

- шоки агрегованого попиту: умови кредитування, зовнішній попит, ціни на сировину, фіскальна політика тощо;
- шоки ВВП: структурні реформи, військовий конфлікт тощо;
- шоки інфляції: урожай (шоки пропозиції), непрямі податки, ціни на енергоносії тощо.

При маніпулюванні процентними ставками для впливу на показник інфляції важливою є «гнучкість» інфляційного таргетування, що трактується як можливість центрального банку після цінового шоку дозволити більш тривале повернення інфляції до мети, щоб знизити втрати ВВП.

При цьому критично важливими для недопущення ескалації інфляційних очікувань є:

- наявність чіткої комунікації від ЦБ стосовно термінів повернення інфляції до цільового рівня;
- встановлення причин інфляційного шоку та мотивація обмеженої реакції монетарної політики на нього.

Надмірне фокусування на швидкому поверненні інфляції до мети може згенерувати додаткову волатильність обмінного курсу, що матиме відповідний негативний вплив на економічне зростання/добробут (через зовнішню торгівлю чи зміни в сальдо платіжного балансу).

Для цього важливо наперед визначати перелік шоків, на які монетарна політика має реагувати обмежено.

Шок – це різка одноразова зміна однієї зі змінних у моделі.

На шок однієї змінної реагують інші, пов'язані з нею в моделі. Моделюючи шок, можна отримати інформацію щодо:

- реакції основних макроекономічних показників;
- природи взаємозв'язків між ними;
- сили шоку та тривалості його дії.

Завдяки цьому можна перевірити припущення щодо дії окремих інструментів у разі шоку (рис. 2.5).

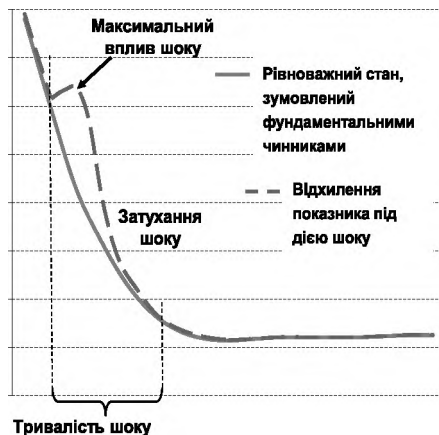


Рис. 2.5. Приклад прояву шоку

Рівноважний стан визначають фундаментальні чинники. Внаслідок дії шоку відбувається відхилення від рівноваги. Після затухання шоку спостерігається повернення до рівноважного рівня.

Виділимо комбінування монетарних каналів у практиці НБУ в Україні (на прикладі монетарної стратегії 2016–2020 рр.).

Для досягнення своїх цілей НБУ використовує набір інструментів:

- *ключова процентна ставка* – основний інструмент;
- *валютні інтервенції* – допоміжний інструмент, який використовується, виходячи із завдань: накопичення ЗВР, згладжування функціонування валютного ринку, підтримання трансмісії ключової процентної ставки;
- *макропруденційні інструменти*, зокрема для впливу на потоки міжнародного капіталу.

Поєднання цих інструментів має бути різним для різного типу шоків.

Виділимо окремі **шоки** для **нестабільних малих відкритих економік**, однією з яких є Україна, та ефекти для економіки від їх прояву.

За причиною появи шоку можна виділити:

- шок 1** – зростання внутрішнього попиту;
- шок 2** – зростання пропозиції (наприклад, через підвищення продуктивності праці, гарний врожай та ін.);
- шок 3** – зростання цін експорту;
- шок 4** – приплив «гарячого» капіталу та ін.

Проблеми, що можуть виникати в економіці при вказаних вище шоках

1. У всіх випадках виникає відхилення інфляції від цільової. З огляду на гнучкість режиму інфляційного таргетування існує можливість різної реакції на шоки з використанням двох інструментів (процентна ставка, валютні інтервенції).

2. Оптимальне поєднання інструментів має зважати на необхідність:

- повернення інфляції до мети в короткі терміни та обмеження її волатильності;
- накопичення золотовалютних резервів (ЗВР);
- мінімізація втрат ВВП та підтримання експортного сектору;
- згладжування волатильності валютного (обмінного) курсу.

Розглянемо вказані вище шоки та прояви реакції трансмісійного механізму на них в українській практиці.

Шок 1. Зростання внутрішнього попиту (рис. 2.6–2.7)

Припустимо, відбувається шок зростання внутрішнього попиту (розмір шоку – 4 п.п.) (рис. 2.6) унаслідок, наприклад, зростання соціальних виплат. На першому етапі обмінний курс девальвує через зростання ключової ставки (рис. 2.6–2.7), але згодом погіршення торговельного балансу через високий внутрішній попит веде до девальваційного тиску.

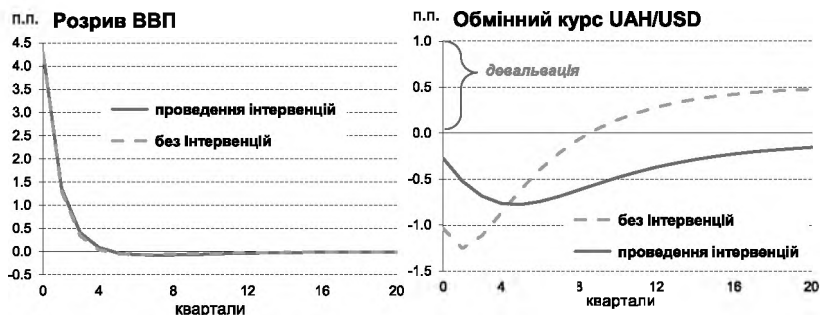


Рис. 2.6. Зміни макропоказників при шоку «зростання внутрішнього попиту», ч. 1

У результаті можливі декілька сценаріїв від НБУ (рис. 2.7).

Сценарій № 1: без проведення інтервенцій, за вищої волатильності валютного курсу, більш тривалого підвищення ключової ставки у відповідь на інфляційні ефекти від девальвації.

Сценарій № 2: проведення валютних інтервенцій з боку НБУ, зменшення волатильності валютного курсу та різке зниження інфляції.

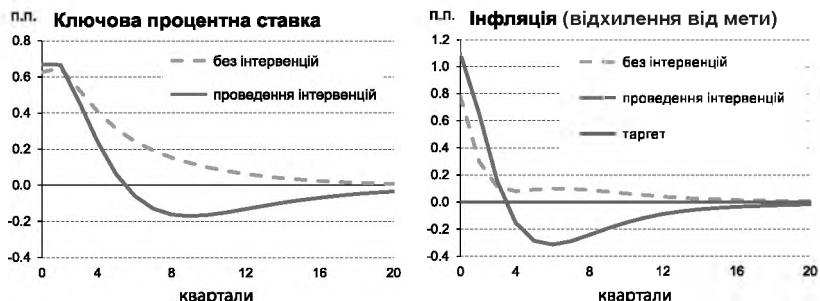


Рис. 2.7. Зміни макропоказників при шоку «зростання внутрішнього попиту», ч. 2

Монетарна політика НБУ при шоку 1: у відповідь на шоки попиту (наприклад, через бюджетну політику) монетарна політика має діяти виключно за рахунок ключової ставки. Перевагами є менша волатильна інфляція та збереження золотовалютних резервів. Сценарій з валютними інтервенціями є «проїданням» золотовалютних резервів з посиленою волатильністю інфляції.

Шок 2. Зростання пропозиції – зниження внутрішніх цін (рис. 2.8)

Шок зростання пропозиції (розмір шоку – 4 п.п.) моделюється як зниження цін.

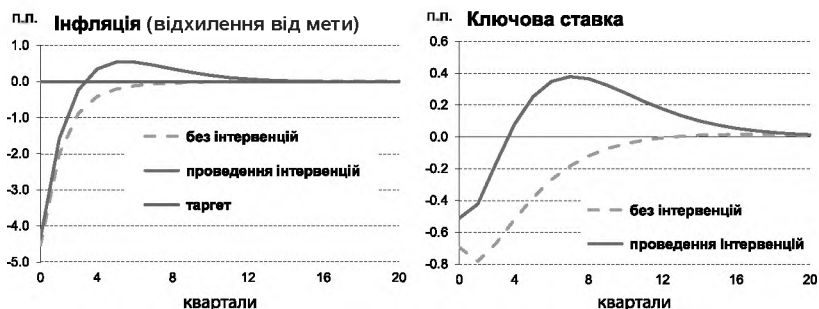


Рис. 2.8. Зміни макропоказників при шоку «зростання пропозиції», ч. 1

У результаті можливі декілька сценаріїв від НБУ.

Сценарій № 1: відбувається більш поступове повернення інфляції до мети. У такому сценарії НБУ дозволяє курсу ревальвувати до нового фундаментального рівня (рис. 2.9), а ревальвація курсу дає змогу більш суттєво знизити ключову ставку (рис. 2.8). Одним із негативів є те, що ревальвація курсу за такого сценарію усуває стимул для виробництва, отриманий унаслідок зниження ключової ставки.

Сценарій № 2: інфляція згодом перевищує мету і для її приборкання потрібне підвищення ключової ставки. У такому сценарії після початкового зниження ключової ставки потрібне її підвищення у відповідь на перегрів економіки (рис. 2.8), а НБУ проводить валютні інтервенції з викупу валюти та дозволяє лише обмежену ревальвацію (рис. 2.9). Підтримання курсу на заниженому рівні дає змогу збільшити стимули для виробництва, яке зростає більше, ніж у сценарії № 1.

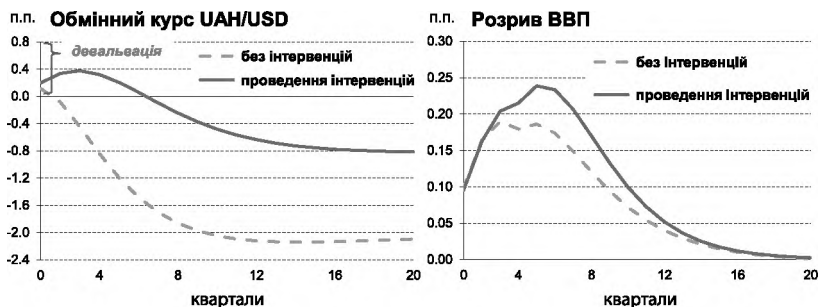


Рис. 2.9. Зміни макропоказників при шоку «зростання пропозиції», ч. 2

Монетарна політика НБУ при шоку 2:

— з урахуванням мети — накопичення золотовалютних резервів — НБУ може використовувати шок пропозиції для купівлі валюти, що також сприяє росту ВВП. Зважаючи на відкритість економіки, підтримання курсу на заниженому рівні може бути більшим стимулом, ніж зниження ключової ставки для протидії перегріву економіки;

— у разі ситуації «зниження пропозиції» відбуватиметься зростання інфляції і реакція має бути асиметричною, тобто варто діяти без валютних інтервенцій. Це зумовить більшу девальвацию, але призведе до менших втрат ВВП, менш волатильної інфляції та меншої втрати золотовалютних резервів.

Шок 3. Зростання цін експорту (рис. 2.10–2.11)

Покращення торговельного балансу (розмір шоку — 20 %) веде до ревальвацийного тиску (рис. 2.10).

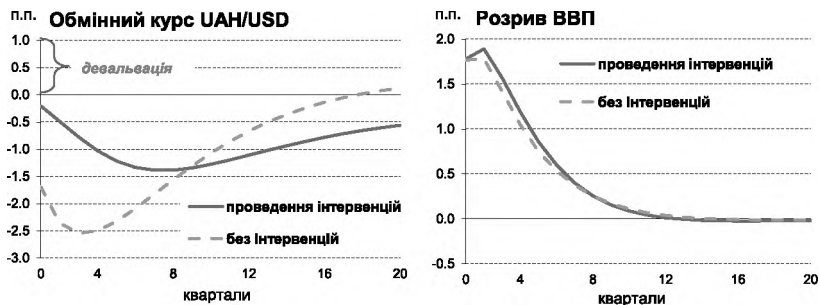


Рис. 2.10. Зміни макропоказників при шоку «зростання цін експорту», ч. 1

У результаті можливі декілька сценаріїв від НБУ.

Сценарій № 1: НБУ дозволяє обмінному курсу девальвувати (рис. 2.10), ставка незначно зростає для пригнічення вторинних ефектів інфляції, зумовлених поверненням курсу до попереднього рівня після девальвації (рис. 2.10–2.11).

Сценарій № 2: НБУ проводить інтервенції, які обмежують ревальвацію, ключова ставка має значно зрости для вгамування інфляційного тиску, який не стримується динамікою курсу (рис. 2.11).

В обох сценаріях сприятливі умови торгівлі зумовлюють зростання ВВП, покращення торговельного балансу.



Рис. 2.11. Зміни макроекономічних показників при шоку «зростання цін експорту», ч. 2

Монетарна політика НБУ при шоку 3:

– у разі реакції монетарної політики за допомогою валютних інтервенцій інфляція є більш волатильною. Утім, реакція монетарної політики має зумовлюватися загальним макроекономічним контекстом, у якому відбувається шок;

– якщо інфляція є пригніченою (наприклад, через низький внутрішній попит), НБУ має поповнювати ЗВР і допустити зростання інфляції;

– якщо економіка вже була перегрітою до реалізації шоку умов торгівлі, то НБУ має дати курсу можливість девальвувати, щоб знизити інфляцію;

– якщо інфляційний тиск є нейтральним, то варто не допустити ревальвації для забезпечення обмінного курсу від значної волатильності, яка негативно відображається на інфляційних очікуваннях у більш довгостроковій перспективі.

Шок 4. Приплив «гарячого» капіталу (рис. 2.12)

Причина шоку (розмір шоку – 3 п.п.) – зростання припливу в країну короткострокового капіталу (наприклад, через високі процентні ставки в країні або в очікуванні ревальвації). Курс іноземної валюти у відповідь на такий шок девальвує, виникає тиск на процентні ставки в бік їх зниження та тиск на обмінний курс національної валюти – в бік її ревальвації.

Проблема прояву такого шоку для нестабільної української економіки полягає в тому, що при зниженні ставок НБУ не має можливості реагувати на ситуацію, ще більше їх знижуючи, а надходження «гарячого» капіталу ще більше провокує високу волатильність процентних ставок, обмінного курсу, інфляції. Ревальвація реального обмінного курсу шкодить експорту, збільшує дефіцит поточного рахунку платіжного балансу.

Варіанти комбінування політик для подолання такого шоку (рис. 2.12–2.13):

Сценарій № 1: не знижувати ключову ставку (ключова ставка незмінна) та зафіксувати курс початкової ревальвації. За такого сценарію втрати ВВП найбільші через погіршення умов для експорту та розширення торговельного дефіциту. Дефляція внаслідок ревальвації підсилюється зростанням реальної процентної ставки.

Сценарій № 2: зниження ключової ставки для демотивації припливу «гарячого» капіталу, зниження девальваційного тиску, викуп валюти НБУ. За такого сценарію втрати ВВП є не такими значними за рахунок меншого негативного впливу на чистий експорт. Зниження ключової ставки зумовлює менший дефляційний ефект та швидке повернення до попереднього рівня.

Сценарій № 3: зниження ключової ставки (менше, ніж у сценарії № 2) і застосування контролю за рухом короткострокового капіталу в підсумку усуває девальваційний тиск, курс девальвує до свого попереднього рівня, ключова ставка має зрости. Інфляція швидко повертається до попереднього рівня, а потім тимчасово пришвидшується внаслідок девальвації курсу після початкової ревальвації. Такий сценарій вважається найбільш оптимальним з погляду втрат ВВП, торговельний дефіцит є незначним і скорочується.

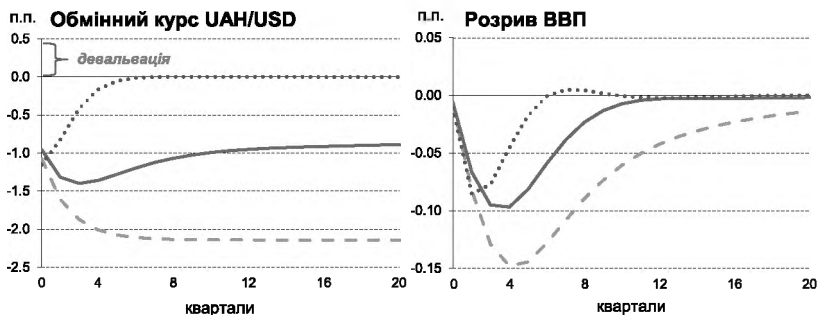


Рис. 2.12. Зміни макропоказників при шоку
«приплив “гарячого” капіталу», ч. 1

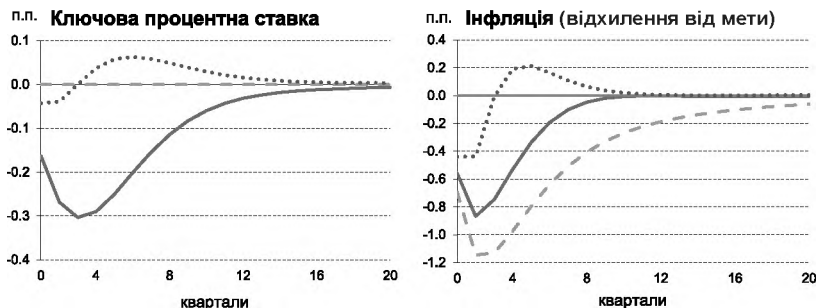


Рис. 2.13. Зміни макропоказників при шоку
«приплив “гарячого” капіталу», ч. 2

Монетарна політика НБУ при шоку 4:

- конфлікт цілей за припливу «гарячого» капіталу, як і сам факт такого припливу, виникає здебільшого за вже наявного перегріву економіки, який зумовлює посилення інфляційного тиску;
- уникнути втрат в економічному зростанні та підвищенні волатильності обмінного курсу та інфляції можливо завдяки поєднанню політики гнучкого валютного курсу (без валютних інтервенцій з боку центрального банку), зниження ключової ставки та контролю за короткостроковим капіталом.

Такі заходи можуть бути ефективними лише в короткостроковій перспективі, оскільки для усунення стимулів для припливу короткострокового капіталу має бути задіяна не лише монетарна, а й фіскальна, макропруденційна та інші політики.

Особливості монетарної трансмісії в Україні

Особливості	Наслідки
Довгострокова крива дохідності ще не сформована	НБУ має обмежену можливість впливати на довгострокові процентні ставки
Канал обмінного курсу: потужний і швидкий	Значний вплив зовнішніх умов
Висока інертність курсових очікувань і адміністративні обмеження на валютному ринку	Реакція обмінного курсу на зміни процентних ставок є достатньо обмеженою
Банківська система перебуває у стресовому стані	Незначний вплив процентних ставок на внутрішній попит
Адаптивні очікування значною мірою сфокусовані на обмінному курсі	Слабкий вплив цільових орієнтирів НБУ
Висока частка продовольчих товарів у структурі споживчого кошика	Значний вплив шоків з боку пропозиції

Питання для самоконтролю

1. Поняття та цілі валютної політики і валютного регулювання. Їх характеристика.
2. Інструменти валютного каналу впливу на економіку, їх класифікація.
3. Ревальвация і девальвация національної валюти.
4. Валютні обмеження: сутність, умови, наслідки застосування.
5. Валютні інтервенції: сутність, умови, наслідки застосування.
6. Режими валютного курсоутворення: їх класифікація, переваги і недоліки.
7. Різновиди режимів фіксованих валютних курсів.
8. Різновиди режимів плаваючих валютних курсів.
9. Поняття і характеристика валютизації (в т. ч. доларизації) економіки.
10. Вплив доларизації (валютизації) на механізм дії валютного каналу.
11. Режим таргетування інфляції, його різновиди та характеристика.
12. Особливості дії процентного каналу в нестабільних економіках.
13. Взаємодія валютного та процентного каналів у валютизованих економіках.

ПЕРЕЛІК ДЖЕРЕЛ

1. Адамик Б. П. Центральний банк і грошово-кредитна політика : підруч. для студ. вищ. навч. закл. / Б. П. Адамик. – Тернопіль : Карт-бланш, 2007. – 393 с.
2. Бабенко В. Примітивна економіка. Як Україна перетворилася на сировинний придаток [Електронний ресурс] / В. Бабенко, Й. Стрілецький, А. Мاستило // Економічна правда. – 09.01.2016. – Режим доступу: <http://www.epravda.com.ua/publications/2016/01/9/575732/>. – Назва з екрана.
3. Берг Э. Полная долларизация: преимущества и недостатки / Эндрю Берг, Эдуардо Боренштейн. – Вашингтон : Международный валютный фонд, 2000. – 23 с. – (Серия «Вопросы экономики»).
4. Береславська О. Доларизація в Україні та шляхи її подолання / О. Береславська // Вісник Національного банку України. – 2006. – № 10. – С. 10–13.
5. Глушенко С. В. Гроші. Кредит. Кредитний ринок : навч. посіб. – К. : НаУКМА, 2015. – 204 с.
6. Глушенко С. В. Економіка України: сучасні тенденції доларизації / С. В. Глушенко // Пошук ефективних механізмів господарювання в контексті сучасної економічної теорії : матеріали наук.-практ. конф. (м. Одеса, 30–31 травня 2014 року) : у 2 ч. / ОНУ ім. І. І. Мечникова. – Ч. 2. – Одеса : Гельветика, 2014. – С. 124–129.
7. Глушенко С. В. Процентна політика в системі грошово-кредитного регулювання в Україні / С. В. Глушенко, Н. В. Пласконіс // Наукові записки НаУКМА. – 2012. – Т. 133 : Економічні науки. – С. 32–38.
8. Глушенко С. В. Таргетування інфляції: ризики запровадження в Україні / С. В. Глушенко, С. В. Болотова // Наукові записки НаУКМА. – 2013. – Т. 146 : Економічні науки. – С. 16–21.
9. Дзюблук О. В. Валютна політика : підручник / Олександр Валерійович Дзюблук. – К. : Знання, 2007. – 422 с.

10. Економічна енциклопедія : у 3 т. / редкол.: С. В. Мочерний (відп. ред.) та ін. – Т. 1. – К. : Вид. центр «Академія», 2000. – 864 с.
11. Журавка Ф. О. Валютна політика в умовах трансформаційних змін економіки України : монографія / Ф. О. Журавка. – Суми : Ділові перспективи : ДВНЗ «УАБС НБУ», 2008. – 334 с.
12. Козюк В. В. Монетарні засади глобальної фінансової стабільності : монографія / В. В. Козюк. – Тернопіль : ТНЕУ, 2009. – 728 с.
13. Лапчук Б. Ю. Валютна політика : навч. посіб. / Богдан Юрійович Лапчук. – К. : Знання, 2008. – 212 с.
14. Мапа ЄС та Єврозони станом на 2014 рік [Електронний ресурс] // Офіційний сайт Європейського центрального банку. – Режим доступу: <http://www.ecb.europa.eu/euro/intro/html/map.en.html>. – Назва з екрана.
15. Марчук В. П. Фінансова доларизація в Україні та шляхи її подолання [Електронний ресурс] / В. П. Марчук. – 2009. – 11 с. – Режим доступу: <http://dspace.uabs.edu.ua/bitstream/123456789/521/1/6.pdf>. – Назва з екрана.
16. Міщенко В. Доларизація: причини та наслідки для економіки України / В. Міщенко, А. Сомик // Вісник Національного банку України. – 2007. – № 5. – С. 28–31.
17. Моисеев С. Р. Международные валютно-кредитные отношения : учеб. пособ. / С. Р. Моисеев. – М. : Дело и сервис, 2003. – 576 с.
18. НБУ ввів тимчасове обмеження на зняття валютних вкладів [Електронний ресурс]. – 28 лютого 2014. – Режим доступу: <http://www.epravda.com.ua/news/2014/02/28/423213/>. – Назва з екрана.
19. Ніколайчук С. Макроекономічна логіка вибору монетарного режиму з точки зору міжнародного досвіду [Електронний ресурс] / С. Ніколайчук // Семінар НБУ для викладачів ВНЗ 10–11 листопада 2016. – Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=39476462>. – Назва з екрана.
20. Ніколайчук С. Прийняття рішень з монетарної політики в НБУ [Електронний ресурс] / С. Ніколайчук // Семінар НБУ для викладачів ВНЗ 10–11 листопада 2016. – Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=39476461>. – Назва з екрана.
21. Про врегулювання ситуації на грошово-кредитному та валютному ринках України : Постанова НБУ від 01.12.2014 № 758

- [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/v0758500-14>. – Назва з екрана.
22. Руденко В. Валютні обмеження. Що спростив Нацбанк [Електронний ресурс] / В. Руденко. – 8 грудня 2015. – Режим доступу: <http://www.epravda.com.ua/publications/2015/12/8/571340/>. – Назва з екрана.
23. Селехман М. Останні зміни монетарного інструментарію НБУ та плани щодо його удосконалення на майбутнє [Електронний ресурс] / М. Селехман // Семінар НБУ для викладачів ВНЗ 10–11 листопада 2016. – Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=39476467>. – Назва з екрана.
24. Скрипник А. Доларизація економіки та динаміка валютних активів домашніх господарств / А. Скрипник, Г. Варваренко // Вісник Національного банку України. – 2003. – № 2. – С. 8–16.
25. Токарчук Т. Питання зовнішньої стійкості в контексті проведення монетарної політики [Електронний ресурс] / Т. Токарчук // Семінар НБУ для викладачів ВНЗ 10–11 листопада 2016. – Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=39476466>. – Назва з екрана.
26. Шавалюк Л. Таємниці української інфляції [Електронний ресурс] / Л. Шавалюк // Тиждень. – 15.10.2012. – Режим доступу: <http://tyzhden.ua/Economics/61777>. – Назва з екрана.
27. Calvo G. A. Testimony on dollarization [Electronic resource] / Guillermo A. Calvo. – Presented Before the Subcommittee on Domestic and Monetary Policy. Committee on Banking and Financial Services. Washington, DC. – 22.06.2000. – Mode of access: <http://archives.financialservices.house.gov/banking/62200cal.pdf>. – Title from the screen.
28. Gluschenko S. Threats and benefits of exchange rate regimes for Ukraine in terms of European integration / S. Gluschenko, S. Tkalenko // Baltic Journal of Economic Studies. – 2016. – Vol. 2, no. 2. – P. 32–39.

Навчальне видання

ГЛУЩЕНКО Світлана Василівна

**МОНЕТАРНА ПОЛІТИКА:
ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНІ АСПЕКТИ**

Підручник для студентів вищих навчальних закладів

Редактор і коректор *Наталія Мінько*
Комп'ютерна верстка *Андрія Шмаркатюка*

Підп. до друку 29.03.2017.
Формат 60 x 84 1/16. Гарнітура Times New Roman.
Папір офсетний № 1. Друк офсетний. Ум. друк. арк. 4
Наклад 100 прим.

Адреса редакційно-видавничого відділу НаУКМА:
вул. Г. Сковороди, 2, Київ, 04655,
тел.: (044) 463-66-68

Свідоцтво про внесення до Державного реєстру видавців,
виготівників і розповсюджувачів книжкової продукції
серія ДК № 3631 від 23.11.2009

Надруковано у ТОВ «ГЛПФ МЕДІА»,
вул. Полупанова, 21, м. Київ, тел./факс: (044) 221-71-75,
свідоцтво про реєстрацію від 24.01.2014, № 10691020000031465