



НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
«КИЄВО-МОГИЛЯНСЬКА АКАДЕМІЯ»

С. В. ГЛУЩЕНКО

МОНЕТАРНА ПОЛІТИКА: ТЕОРІЯ ТА ПРАКТИКА

Навчальний посібник

**Київ
2024**

УДК 338.23:336.74(075.8)

Г 55

*Затверджено до друку згідно з ухвалою Вченої ради
Національного університету «Києво-Могилянська академія»
(протокол № 24 від 21 грудня 2023 року)*

Рецензенти:

*Бондарук Т. Г., доктор економічних наук, професор,
завідувач кафедри фінансів, банківської справи та страхування
Національної академії статистики, обліку та аудиту*

*Борзенко О. О., доктор економічних наук, професор,
завідувач сектору міжнародних фінансових досліджень
відділу державних фінансів Державної установи
«Інститут економіки та прогнозування НАН України»*

Глущенко С. В.

Г 55 Монетарна політика: теорія та практика : навч. посіб. /
С. В. Глущенко. – Київ : НаУКМА, 2024. – 169 с.
ISBN

У навчальному посібнику розглянуто організаційно-інституційні аспекти грошово-кредитного сектору як об'єкта монетарної політики; поняття, складники, режими та цілі монетарної політики; канали й інструменти монетарного трансмісійного механізму; практичні аспекти реалізації монетарних заходів у періоди застосування різних монетарних режимів, під час кризових ситуацій чи війни.

Для студентів економічних спеціальностей першого (бакалаврського) та другого (магістерського) рівнів вищої освіти, аспірантів, викладачів, а також усіх, кого цікавлять питання грошово-кредитної (монетарної) політики.

УДК 338.23:336.74(075.8)

ISBN

© Глущенко С. В., 2024
© НаУКМА, 2024

ЗМІСТ

ПЕРЕДМОВА	4
------------------------	----------

РОЗДІЛ 1. ГРОШОВО-КРЕДИТНИЙ СЕКТОР ЯК ОБ'ЄКТ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ: ОРГАНІЗАЦІЙНО-ІНСТИТУЦІЙНІ АСПЕКТИ	5
1.1. Грошова система і грошовий ринок	5
1.2. Валютна система і валютний ринок	16
1.3. Кредит і кредитний ринок	37
1.4. Інституційні основи грошово-кредитного сектору та монетарних заходів	54
<i>Це варто знати (питання для самоперевірки)</i>	<i>73</i>

РОЗДІЛ 2. МОНЕТАРНА ПОЛІТИКА: ТЕОРЕТИЧНІ АСПЕКТИ	75
2.1. Поняття, складники, режими та цілі монетарної політики	75
2.2. Канали та інструменти монетарної політики (монетарний трансмісійний механізм)	89
2.2.1. Процентний, кредитний та валютний канали впливу	89
2.2.2. Операції центрального банку на відкритому ринку (ОВР) та з депозитними сертифікатами (ОДС), резервна політика	105
<i>Це варто знати (питання для самоперевірки)</i>	<i>114</i>

РОЗДІЛ 3. МОНЕТАРНІ ЗАХОДИ: ПРАКТИЧНІ АСПЕКТИ	115
3.1. Заходи монетарної політики в період іпотечної кризи 2007–2009 рр. і рецесії: досвід США, країн Європи та України	115
3.2. Процентна політика і таргетування інфляції: ефекти впливу на українську економіку в період 2016–2020 рр.	128
3.3. Монетарні заходи під час війни в Україні з 2022 р.	144
<i>Це варто знати (питання для самоперевірки)</i>	<i>158</i>

СПИСОК ДЖЕРЕЛ	159
----------------------------	------------

ПЕРЕДМОВА

Монетарна політика центральних банків як складова частина економічної політики забезпечує фінансове підґрунтя для стабільного соціально-економічного розвитку країни загалом і кожного суб'єкта, що в ній проживає, зокрема. Тому теоретичні й практичні аспекти монетарної політики, можливості та ефекти її впливу на економіку постійно в центрі уваги не тільки фахівців, а й широких верств населення.

Цей навчальний посібник дає відповіді на питання про:

- грошово-кредитний сектор як об'єкт монетарної політики;
- поняття, складники, режими та цілі монетарної політики;
- канали монетарного впливу на показники розвитку країни;
- інструменти монетарного трансмісійного механізму;
- потреби, загрози, можливості монетарної політики;
- практичний досвід реалізації монетарних заходів у періоди застосування різних монетарних режимів, під час кризових ситуацій чи війни.

Узагальнені в навчальному посібнику питання теорії і практики монетарного (грошово-кредитного) впливу допоможуть знайти відповідь на таке головне запитання: **монетарне регулювання – це щоденна потреба чи/та антикризова допомога для економіки країни?**

РОЗДІЛ 1

ГРОШОВО-КРЕДИТНИЙ СЕКТОР ЯК ОБ'ЄКТ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ: ОРГАНІЗАЦІЙНО-ІНСТИТУЦІЙНІ АСПЕКТИ

- 1.1. Грошова система і грошовий ринок*
- 1.2. Валютна система і валютний ринок*
- 1.3. Кредит і кредитний ринок*
- 1.4. Інституційні основи грошово-кредитного сектору та монетарних заходів*

1.1. Грошова система і грошовий ринок

Грошова система – це форма організації грошового обігу в країні, встановлена загальнодержавними законами, сукупність розрахунково-платіжних систем, інститутів та організаційно-правових норм, чинних на національному рівні для забезпечення руху грошей між суб'єктами економіки.

За видами грошей розрізняють систему готівкового обігу, систему безготівкового обігу та валютну систему.

Суб'єктами грошового обігу є фізичні особи, бізнес-одиниці, державні установи, громадські організації тощо.

Елементи грошової системи:

- назва грошової одиниці;
- види та купюрність грошових знаків;
- масштаб цін;
- системи регулювання готівкових і безготівкових грошових розрахунків, валютне регулювання, банківське регулювання;
- державні органи, які здійснюють регулювання грошового обігу та контроль за дотриманням чинного законодавства.

Центральний банк є інституційним центром грошової системи.

Комерційні банки є основними суб'єктами, що забезпечують функціонування грошової системи та організацію грошового обігу в країні.

Назву грошової одиниці, види та купюрність грошових знаків визначає вищий законодавчий орган країни (в Україні – це Верховна Рада України). Право емісії грошових знаків закріплено за центральним банком країни. Для зручності користування грошову одиницю ділять на певну кількість частин, зазвичай на 100. Міру точного поділу та назву кожної частини визначають законодавчо. Зокрема, гривня України ділиться на 100 частин, які називають копійками. Розмінна монета відіграє допоміжну роль щодо основної валюти і забезпечує платежі на суми, менші від розміру прийнятої в країні грошової одиниці. Якщо величина грошової одиниці країни дуже мала, то потреба в розмінній монеті знижується чи взагалі відпадає. Якщо величина грошової одиниці країни велика (зростає), то потреба в монеті зростає, оскільки збільшується питома вага платежів на суми, менші від розміру грошової одиниці.

Види й форми грошей у сучасному світі за формою існування та характеристиками грошових знаків

1. Паперові (готівкові) гроші

Існують у формі банкнот і монет (білонних). Банкнота/валюта – законодавчо визначена грошова одиниця певної країни.

Характерні риси банкноти-валюти:

- емісію грошей закріплено лише за центральними банками країн;
- відсутність забезпечення таких грошей (фіатні гроші);
- безумовний прийом в оплату товарів, послуг і податків на всій території країни (або регіонів світу, якщо йдеться про світові валюти).

2. Депозитно-кредитні (безготівкові) гроші

Існують у вигляді певних сум на рахунках суб'єктів економіки в банках. Основним видом безготівкових грошей (безготівкової валюти) є платіжна карта – іменний грошовий документ встановленої форми, що видається банком власнику поточного рахунку і виконує функції засобу обігу та засобу платежу без використання готівки.

Названі вище готівкові й безготівкові гроші врегульовані законодавчо, приймаються без обмежень в оплату товарів і послуг.

емітуються виключно державою, і відповідальність за них несе виключно держава.

3. Цифрові (електронні) гроші

Поряд із класичними формами існування грошей у сучасному економічному обігу запроваджені й набувають дедалі більшого поширення недержавні/приватні форми грошей. Ці види грошей від початку створені й існують лише в електронному форматі, мають обмежене коло використання для оплати товарів і послуг, але прогресують як інвестиційний інструмент (криптовалюти).

- *Віртуальні електронні (цифрові) гроші* – приватні гроші в різних системах, за які можна купувати товари і послуги.
- *Криптовалюта* – за нею в кінці не стоять на банківських рахунках реальні грошові одиниці, на відміну від електронних (цифрових) грошей. Віртуальну валюту ми маємо купувати в обмін на інші формати грошей.
- *Цифрова державна валюта, цифрова валюта центральних банків (ЦВЦБ)* – це фактично електронні гроші у форматі централізованих грошей, під віданням центральних банків.

За наявності юридично врегульованої цифрової валюти можна виділяти: приватні електронні гроші (приватні цифрові гроші) та національні електронні гроші (державні цифрові валюти, е-гривня та ін.).

Віртуальні електронні (цифрові) гроші (депозитні гроші, умовні грошові одиниці в спеціалізованих системах) – це грошові кошти, які зберігаються в електронному форматі, використовуються для здійснення платежів за допомогою телекомунікаційних систем, незалежно від форми й місця збереження, і обертаються поза банківською системою, без участі третьої особи та без прямого зв'язку з банківським рахунком.

У Директиві 2000/46/ЄС електронні гроші визначено як електронний замінник монет і банкнот, який зберігається на електронному пристрої (наприклад, на чип-картці або в пам'яті комп'ютера) і призначений переважно для здійснення електронних банківських платежів обмеженими сумами.

Європейський центральний банк визначає їх як вид нерегульованих, цифрових грошей, які були введені в емісію та підтримуються їхніми розробниками і приймаються як засіб платежу всередині певної віртуальної спільноти.

Бюро фінансових розслідувань США (*Financial Crimes Enforcement Network, FinCEN*) розглядає віртуальні валюти як посередника в обміні, який відіграє роль валюти в певних середовищах, проте не має всіх ознак справжньої валюти і жодного юридичного статусу.

Національний банк України визначає електронні гроші як одиниці вартості, які зберігаються на електронному пристрої, приймаються як засіб платежу іншими особами, ніж особа, яка їх випускає, і є грошовим зобов'язанням цієї особи, що виконується в готівковій або безготівковій формі. Це тип цифрової валюти, який створений та існує лише у віртуальній формі та використовується як посередник під час обміну у віртуальних середовищах, у яких він був створений. Такі валюти є унікальними для своєї спільноти, і зазвичай їх не можна використати для оплати поза нею.

Класифікація електронних грошей:

- за видом носія: засновані на банківському рахунку (пластикова картка, електронний чек, електронний гаманець) і мережеві/програмні;
- за функцією управління грошових систем: централізовані, децентралізовані та мобільні системи;
- за формою обігу: безготівкові та готівкові.

На відміну від національної валюти електронні гроші існують лише в електронному вигляді, обертаються і поза банками, не враховуються в обрахунку грошових агрегатів, не виконують повною мірою всіх функцій грошей.

Перевагами електронних грошей є відсутність витрат на друк грошей та їх знос, низька вартість транзакцій, анонімність. Проблемами використання електронних грошей є вразливість до кіберкрадіжок, відсутність відповідальності за розрахунки з боку держави.

Криптовалюти – приватні грошові одиниці, забезпечені технологією блокчейн.

Блокчейн – інформаційна база, використовується для зберігання даних, переказу грошей, підтвердження точності відомостей тощо.

Це технологія децентралізованого запису всіх транзакцій (*Distributed Ledger Technology, DLT*) за певну плату (комісію під час переказу) на різних комп'ютерах у системі, яка дає змогу відновити порядок і зміст усіх транзакцій та дізнатися стан системи в будь-який момент часу. Завдяки такій технології зникла потреба в посередниках, які проводять транзакції, що в результаті значно пришвидшило

й здешевило ціну проведення однієї транзакції, а також підвищило надійність роботи системи. Більша надійність зумовлена тим, що для збою цієї технології треба, щоб помилка виникла одночасно на більшій частині комп'ютерів, що формують систему, яка зазвичай складається з мільйонів обчислювальних машин. Крім цього, велика кількість комп'ютерів у мережі збільшує пропозицію потужностей для проведення транзакцій, чим зменшує їхню вартість для користувачів. Цифрові активи поширюються замість копіювання або передачі, децентралізованість активу забезпечує повний доступ у режимі реального часу, а прозора книга змін зберігає цілісність документа, що формує довіру до активу.

З криптовалютами можуть виконуватись операції емісії, купівлі-продажу, реклами тощо.

Процес емісії (майнінг) криптовалюти передбачає: 1) створення «ферми», 2) визначення валюти, яка буде майнитись, 3) переведення віртуальних грошей у реальні, наприклад, через електронний гаманець / онлайн-обмінник, коли валюта переводиться з електронного гаманця на банківський рахунок (на цьому анонімність завершується). Купівля-продаж криптовалюти може відбуватись на біржах (BTC Trade, Kuna), через обмінні сервіси (Best Change, в Україні 99 % угод на цьому ресурсі проходить через Приват24) або шляхом прямої купівлі (наприклад, дошка оголошень Local Bitcoins, по суті, це OLX для власників криптовалюти), коли користувачі розміщують оголошення, де вказують курс і способи оплати. Перед купівлею потрібно зареєструватися на сайті й отримати безкоштовний біткоїн-гаманець.

Цифрові валюти центральних банків (ЦВЦБ) (Central bank digital currency, CBDC)

Федеральна резервна система (ФРС) США визначає ЦВЦБ як широкодоступне цифрове зобов'язання центрального банку, аналогічне до цифрової форми паперових грошей.

Банк Англії визначає такі валюти як гроші, що вводяться в емісію центральним банком країни та існують у формі числового запису на комп'ютері чи іншій обчислювальній машині.

Центральний банк Австралії пояснює значення ЦВЦБ для свого населення як цифрової форми готівки, випущеної центральним банком, доступної назагал, яка використовується для проведення транзакцій між домогосподарствами і підприємствами.

Таблиця 1.1

Порівняльна характеристика різних видів цифрових валют

Характеристика	Віртуальні валюти	Криптовалюти	ЦВЦБ
Централізація	Централізовані (керуються розробниками проекту)	Централізовані/ децентралізовані	Централізовані
Міра вартості	Ні	Ні	Так
Засіб платежу	Частково	Частково	Так
Засіб нагромадження	Ні, тому що не можуть зазвичай вільно конвертуватись у фіатні гроші	Частково, бо містять великі ризики і не мають розвиненої інфраструктури у використанні	Так
Захищеність від хакерських атак	Залежить від розробника	Надійні завдяки використанню криптографії	Надійні завдяки криптографії та регулюванню з боку держави

Ознаки різних видів цифрових валют узагальнено в табл. 1.1.

Станом на початок 2023 р. в українській практиці також анонсовано запровадження централізованої (державної) цифрової валюти – **е-гривні**. Передбачено такі варіанти створення й використання е-гривні:

- для роздрібних безготівкових платежів із можливим функціонуванням «програмованих» грошей та можливістю здійснення цілевих соціальних виплат;
- для використання у сфері, пов'язаній з обігом віртуальних активів (наприклад, для обміну, забезпечення випуску та інших операцій з віртуальними активами);
- для транскордонних платежів.

Масштаб цін – величина грошової одиниці країни (купівельна спроможність грошей). Коли гроші мали натурально-речову форму (золото, срібло), масштаб цін встановлювала держава, визначаючи ваговий вміст металу в грошовій одиниці, а регулювання рівня цін відбувалося шляхом змін металевого вмісту грошей (*1 фунт стерлінгів = фунт срібла; 1 долар до 1971 р. = 0,81 г золота*). Сучасний масштаб цін відображає відмінності у вартості однакових товарів

у різних країнах. Може відбуватись зміна цін на одні й ті самі товари в певній країні (знецінення грошей – зменшення масштабу цін). Нині масштаб цін залежить від ринкових чинників, а завдання держави – підтримувати масштаб цін на певному рівні.

Основні державні органи, які здійснюють регулювання грошового обігу та контроль за дотриманням чинного законодавства в Україні: Національний банк України, Кабінет Міністрів України, Міністерство фінансів України.

ІСТОРИЧНИЙ ЕКСКУРС

Класифікація грошових систем

За видом грошової одиниці

1. *Системи металевого обігу*, коли в обігу з виконанням усіх функцій грошей були металеві гроші, а банкноти залишалися розмінними на дорогоцінний метал. Ці системи пройшли такі періоди:

- *монометалізм* (мідний/срібний/золотий) – грошова система, в якій роль загального еквівалента законодавчо було закріплено за одним металом, а паперові банкноти були розмінні на цей метал;
- *біметалізм* – грошова система, в якій роль загального еквівалента законодавчо було закріплено за двома металами (золотом і сріблом), монети з цих металів карбувалися та були в обігу на рівних засадах, банкноти підлягали розміну на обидва ці метали.

Біметалізм мав різні варіації, зокрема:

– система подвійної валюти – держава встановлювала в законодавчому порядку обов'язкове вартісне співвідношення між двома металами, що були в обігу на рівних засадах;

– система паралельної валюти – на ринку були в обігу золоті й срібні монети, а співвідношення між ними встановлювалося стихійно;

– система «кульгаючої валюти» – припиняється карбування одного з видів монет (наприклад, заборонено вільне карбування срібла), але такі гроші ще певний час є в обігу.

Основним недоліком такої системи була наявність двох мір вартості та двох систем цін.

2. *Системи паперового обігу*, коли в обігу перебувають паперові, а згодом і паперово-депозитно-кредитні гроші, які виконують усі функції грошей.

За характером економічної системи

1. *Відкриті грошові системи* – мінімальне втручання держави в регулювання валютних відносин всередині країни, повна або часткова конвертованість валюти, ринковий механізм формування валютних курсів.

2. *Закриті грошові системи* – наявність значної кількості валютних обмежень, адміністративне регулювання валютного ринку, неконвертованість валюти, штучне формування валютних курсів та ін.

За видом регулюючих заходів

1. *Ринкові грошові системи* – переважання економічних методів та інструментів регулювання грошового обігу.

2. *Неринкові грошові системи* – переважання адміністративних методів регулювання грошового обігу.

Грошовий ринок – сукупність усіх грошових ресурсів країни, інститутів та механізмів (розрахунково-платіжних систем), які у своїй взаємодії забезпечують рух грошей між суб'єктами економіки під впливом попиту і пропозиції та на підставі встановлених у країні організаційно-правових норм (рис. 1.1).

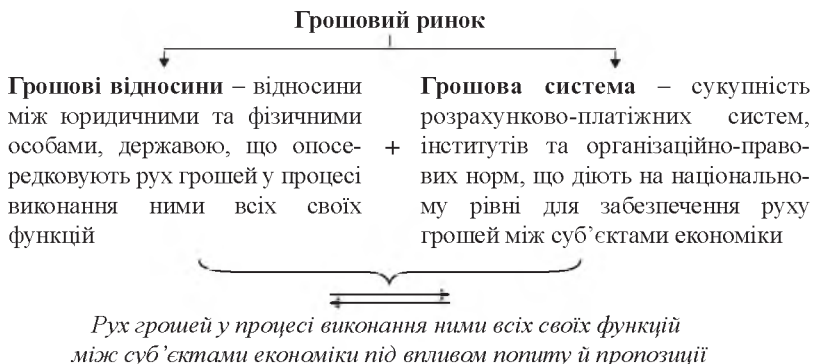


Рис. 1.1. Складники поняття грошового ринку

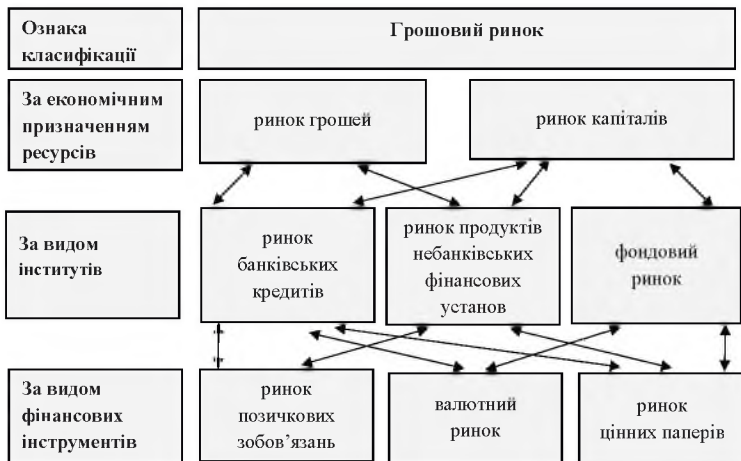


Рис. 1.2. Класифікація грошових ринків

Класифікація грошових ринків (рис. 1.2):

- за видами фінансових інструментів, що опосередковують рух грошей від продавців до покупців: ринок позичкових зобов'язань, ринок цінних паперів, валютний ринок;
- за видами інститутів-посередників, що діють на ринку: фондовий ринок, ринок банківських послуг, ринок послуг небанківських фінансово-кредитних установ;
- за економічним призначенням грошових коштів, що обертаються на ринку: ринок грошей, ринок капіталів.

Основні характеристики грошового ринку. Гроші як об'єкт взаємодії в разі застосування монетарних заходів

Попит на гроші – запас грошей, який прагнуть мати у своєму розпорядженні економічні суб'єкти на певний момент, керуючись такими мотивами:

- **транзакційний мотив** – створення запасу купівельних і платіжних засобів, достатнього для задоволення поточних потреб економічних суб'єктів у товарах і послугах (попит на поточний запас платіжних засобів);
- **мотив завбачливості** – накопичення грошей як капіталу, як форми багатства, що також може давати власникові дохід у вигляді процента (попит на постійний запас грошей як форми багатства і додаткового джерела доходів для їхнього власника);

- спекулятивний мотив – попит на тривалий запас грошей для здійснення майбутніх платежів та отримання доходів у майбутньому.

Основні чинники впливу на попит на гроші

1. Зміна обсягів виробництва, $M^o = f(Y)$, пряма залежність.
2. Зміна рівня цін, $M^o = f(P)$, пряма залежність.
3. Інфляція, $M^o = f(I)$, обернена залежність.
4. Швидкість обігу грошей, $M^o = f(V)$, обернена залежність.
5. Зміна очікуваного доходу на альтернативні грошам активи, $M^o = f(R)$, де R – норма доходу на капіталізовані активи, обернена залежність.
6. Накопичення багатства, $M^o = f(B)$, пряма залежність.
7. Зміни кон'юнктури ринку, $M^o = f(O)$, обернена залежність.

Пропозиція грошей – це запас грошей (грошова маса), які мають у своєму розпорядженні економічні суб'єкти і за сприятливих обставин можуть спрямувати ці гроші в обіг.

Вважається, що всі економічні суб'єкти одночасно не можуть запропонувати на ринку грошей більше від наявного у них запасу грошей. Тобто фактична маса грошей в обігу є природною межею пропозиції грошей.

Грошова маса – це сукупність запасів грошей у всіх їхніх формах, які перебувають у розпорядженні суб'єктів грошового обігу в певний момент часу (готівкові та безготівкові гроші).

Грошова маса має певне кількісне вираження в грошових одиницях, структуру та динаміку руху. Щодо якісної характеристики грошової маси важливе значення має її структура, а щодо практики її регулювання – динаміка руху обсягу та структури.

Вимірювання маси грошей в обігу в усіх їхніх формах здійснюється через специфічний показник грошової маси – *грошові агрегати*, що характеризують певний набір її елементів залежно від їхньої ліквідності.

В Україні використовують чотири грошові агрегати:

- $M0$ – готівкові кошти в обігу поза депозитними корпораціями;
 - $M1$ – грошовий агрегат $M0$ + переказні депозити в національній валюті ($M1 - M0$);
 - $M2$ – грошовий агрегат $M1$ + переказні депозити в іноземній валюті та інші (строкові) депозити ($M2 - M1$);
 - $M3$ – грошовий агрегат $M2$ + цінні папери, крім акцій ($M3 - M2$).
- $M3$ – це сукупна пропозиція грошей у країні.

Агрегати відрізняються між собою кількісно та якісно.

Агрегати M0, M1 відображають масу грошей, що перебуває безпосередньо в обігу, реально виконуючи функції засобів обігу та платежу.

Агрегати M2, M3 відображають обсяги нагромадження грошей у різних формах: безготівкові кошти, заощадження, гроші-капітал.

На пропозицію грошей впливають такі основні чинники:

1. Обсяг пропозиції грошей у форматі грошових агрегатів M0, M1 залежить від:

- обсягу товарообігу та емісії грошей у країні;
- швидкості обігу грошей (V) (що більша V – то більша пропозиція грошей в обігу, $M^s = M * V$);
- загального рівня цін (P), $M^s = M / P$ – реальна пропозиція грошей (що вищі ціни – то меншою є реальна пропозиція грошей);
- заходів монетарної політики центрального банку.

2. Обсяги пропозиції грошей у форматі грошових агрегатів M2, M3 залежать від:

- обсягу товарообігу та емісії грошей у країні;
- швидкості обігу грошей (V) (що більша V – то більша пропозиція грошей в обігу, $M^s = M * V$);
- загального рівня цін (P), $M^s = M / P$ – реальна пропозиція грошей (що вищі ціни – то меншою є реальна пропозиція грошей);
- розвитку кредитного ринку та кредитних відносин;
- монетарних заходів центрального банку;
- рівня капіталізації грошових доходів суб'єктів економіки;
- тінізації економіки та ін.

На обсяги безготівкової грошової маси важко вплинути прямо. Більший ефект мають непрямі або стимулювальні заходи, не лише в монетарній сфері, а й загальна макроекономічна ситуація та тенденції розвитку в країні.

Загалом, зважаючи на сучасні тенденції нарощення безготівкової складової грошового обігу, цифровізації систем грошових розрахунків, цифровізації самих видів і форм грошей, можна прогнозувати зміни організаційного та регулятивного характеру для грошових систем і грошових ринків, ще більшу їх глобальність і взаємну інтегрованість. Але в тому чи тому форматі грошові системи та грошові ринки залишатимуться основними об'єктами монетарного впливу.

1.2. Валютна система і валютний ринок

Валютна система – це форма організації валютних (грошових) відносин на території певної країни або на міжнародному рівні, сукупність інститутів та організаційно-правових норм, що діють на національному та міжнародному рівнях для забезпечення руху валюти між суб'єктами економіки.

Елементи валютної системи:

- валюта певної країни;
- умови конвертованості валюти;
- режими валютного курсоутворення;
- валютне регулювання і контроль (у ширшому розумінні – валютна політика).

Валюта – законодавчо визначена грошова одиниця певної країни, але загалом поняття «валюта» може мати декілька значень:

- грошова одиниця певної країни, встановлена законодавчо (зокрема цифрові валюти держав);
- грошові одиниці іноземних держав, встановлені законодавчо;
- наднаціональна грошова одиниця (євро);
- умовна міжнародна (світова) грошова розрахункова одиниця (спеціальні права запозичення (СПЗ) (*Special Drawing Rights, SDR*)).

Таблиця 1.2

Структура кошика СПЗ протягом 1981–2022 рр.

Період	Долар США	Німецька марка	Французький франк	Японська єна	Британський фунт
1981–1985	42 %	19 %	13 %	13 %	13 %
1996–1998	39 %	21 %	11 %	18 %	11 %
Період	Долар США	Євро		Японська єна	Британський фунт
1999–2000	39 %	32 %		18 %	11 %
2011–2015	41,9 %	37,4 %		9,4 %	11,3 %
Період	Долар США	Євро	Китайський юань	Японська єна	Британський фунт
2016–2020	41,73 %	30,93 %	10,92 %	8,33 %	8,09 %
2022	43,38 %	29,31 %	12,28 %	7,59 %	7,44 %

Спеціальні права запозичення (СПЗ) – міжнародний резервний актив, створений Міжнародним валютним фондом (МВФ) з метою доповнення міжнародних резервних активів, «кошик» із 5 валют (див. табл. 1.2), склад якого переглядають кожні 5 років. Вартість СПЗ переглядають щоденно.

Конвертованість національної грошової одиниці – це можливість легально обмінювати її на іноземні валюти.

Види валют (за ступенем конвертованості):

- вільно конвертована валюта (ВКВ) – вільно та необмежено обмінюється на інші іноземні валюти. є резервною валютою для центральних банків інших країн;
- частково конвертована валюта – має певні обмеження в можливості її використання, не є резервною для центральних банків;
- неконвертована – національна валюта, яка функціонує лише в межах однієї країни і не обмінюється на інші іноземні валюти.

Вільно конвертовані та резервні валюти, а також валюти, що входять до кошика СПЗ, наведено в табл. 1.3.

Таблиця 1.3

Види валют за ступенем конвертованості

Валюта	ВКВ	Резервна валюта	Кошик СПЗ
Долар США	+	+	+
Євро	+	+	+
Японська єна	+	+	+
Британський фунт	+	+	+
Китайський юань	+	+	+
Швейцарський франк	+	+	–
Південнокорейська вона	+	–	–
Австралійський долар	+	–	–
Гонконзький долар	+	–	–
Канадський долар	+	–	–
Новозеландський долар	+	–	–
Сінгапурський долар	+	–	–
Датська крона	+	–	–
Норвезька крона	+	–	–
Шведська крона	+	–	–
Мексиканський песо	+	–	–
Південноафриканський ренд	+	–	–
Шекель, Ізраїль	+	–	–

Валютне курсоутворення

Валютний курс – це ціна грошової одиниці однієї країни, виражена в грошовій одиниці іншої країни.

Існують і використовуються різноманітні курси валют: курс центрального банку, міжбанківський курс, курси валют на платіжних картах (безготівкового обігу), готівкові курси, неофіційні курси на чорному ринку, курси на ринку Форекс, курс біткоїна та ін.

Номінальний ефективний валютний курс (*nominal effective exchange rate*) – середньозважений курс гривні до валют країн – основних зовнішньоторговельних партнерів із питомою вагою цих країн у валютних операціях України.

Реальний ефективний валютний курс (*real effective exchange rate*) – номінальний ефективний валютний курс гривні з поправкою на співвідношення темпів інфляції в Україні та в країнах – зовнішньоторговельних партнерах.

Реальний ефективний обмінний курс відображає зміни в конкурентоспроможності країни на зовнішніх ринках і є одним із найголовніших макроекономічних показників.

$$REER_t = 100 \sum E_{it} * w_{it} * P / P'$$

де $REER_t$ – реальний ефективний обмінний курс національної валюти з n торговельних партнерів за період t ;

E_{it} – індекс двостороннього курсу національної валюти до іноземної валюти за період t ;

w_{it} – усереднена частка i -го торговельного партнера в зовнішньоторговельному обороті країни за період t ;

P – індекс рівня внутрішніх цін;

P' – індекс рівня зовнішніх цін.

Основні положення методики розрахунку індексів реального ефективного обмінного курсу (РЕОК) та номінального ефективного обмінного курсу (НЕОК) гривні

Критерієм входження країни до переліку основних торговельних партнерів є її частка (станом на сьогодні на рівні 0,5 %) у загальному зовнішньоторговельному обороті України. Індекс РЕОК гривні розраховують за кошиком із 25 валют 39 країн – основних торговельних партнерів України. Сукупний обсяг експорту та імпорту

товарів і послуг із 39 країн, що враховуються в обчисленні РЕОК гривні, становить 83 % від загального зовнішньоторговельного обороту України.

Динаміка РЕОК гривні дає змогу визначати перспективи вітчизняних товарів на зовнішньому ринку (аналізувати їхню конкурентоспроможність).

Якщо індекс РЕОК гривні за «експортним кошиком» < 100 %, то українська продукція, що йде на експорт, коштує дешевше від аналогічних товарів інших країн на зовнішньому ринку (тобто має відносні цінові переваги). Виділяючи з переліку експортної продукції ті групи товарів, у яких РЕОК < 100 %, можна оцінити динаміку конкурентоспроможності, вимірюючи її, наприклад, через частку в структурі експорту тих товарів, що мають цінові переваги відносно базового року.

Режими валютного курсоутворення як елемент валютної системи. Основні різновиди

1. *Країна не має суверенного платіжного засобу* (національної незалежної валюти). Водночас валюта іншої країни циркулює як єдиний законний засіб платежу (офіційна валютизація: доларизація, євроізація тощо) або введено єдину валюту для групи країн (зона євро).

2. *Режим фіксованого валютного курсу* передбачає встановлення уповноваженими державними органами фіксованого рівня співвідношення між національною та іноземною валютами.

3. *Режим плаваючих валютних курсів* передбачає обмеженість втручання держави в процес курсоутворення, формування курсу валют під впливом попиту і пропозиції, використання ринкових важелів впливу на валютний курс.

1. Країна не має суверенного платіжного засобу (національної окремої валюти). Прикладами такого режиму є країни єврозони та офіційно валютизовані країни Панама, Еквадор, Зімбабве чи формально валютизовані країни, на кшталт Чорногорії тощо.

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

Причини поширення доларизації 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, завдяки чому 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 в такий спосіб підтримують зв'язок із 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 за впливом на подібне явище і пов'язаний з такими економічними чинниками, 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 заміни внутрішньої валюти на зовнішню (найчастіше – долар США). Цей процес відбувається за відсутності обмежень щодо обміну валюти та за низького рівня розвитку фінансових інституцій. Передовсім іноземна валюта бере на себе функцію засобу нагромадження, згодом 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. Цей процес заміни не є оборотним, навіть після нормалізації становища національної грошової одиниці повного переходу на національну валюту не буде. Для такого переходу потрібна спеціальна відновлювальна політика уряду.

Види доларизації:

- офіційна (повна) доларизація (країни без суверенного платіжного засобу);
- напівофіційна;
- неофіційна.

Офіційна доларизація відбувається за планомірної політики уряду щодо переходу на іншу грошову одиницю, а *неофіційна* – за валютного

хаосу, коли інститути, які регулюють грошову масу, не можуть впо-
ратися зі зменшенням довіри до своєї валюти й припливом великої
кількості більш стабільної іноземної валюти. За *напівофіційної* до-
ларизації власну грошову одиницю та іноземну використовують
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 по-
трібен тривалий підготовчий та адаптаційний процес, пов'язаний
із конвертацією всіх активів і пасивів у нову грошову одиницю
та з реорганізацією фінансових інституцій країни. Для того щоб ухва-
лити рішення про доларизацію своєї економіки, потрібно врахувати
низку економічних (зокрема розмір держави та її відкритість) і соці-
ально-політичних чинників (національні інтереси та майбутні вигоди
від вступу до однієї валютної зони).

Причини, які 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 фінан-
сової 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, позбутися ризиків щодо коли-
вання валютних курсів та їхніх впливів на економіку. Проте офіційна
доларизація має як плюси, так і мінуси, які потрібно брати до уваги
під час формування фінансової політики.

Наприклад, долар США перебуває в офіційному обігу таких дер-
жав: Британські Віргінські Острови, Маршалові Острови, Нідерланд-
ські Карибські Острови, Східний Тимор, Еквадор, Сальвадор, Палау,
Панама, Федеральні Штати Мікронезії, Острови Теркс і Кайкос.

Долар США та власну грошову одиницю використовують такі
країни: Багамські Острови, Уругвай, Нікарагуа, Камбоджа, Ліван,
Ліберія, Зімбабве, Гаїті, В'єтнам.

Офіційна валюта євро використовується в Чорногорії.

Швейцарський франк є валютою Швейцарії та Ліхтенштейну та ін.

Позитивні наслідки офіційної доларизації:

- нівелювання валютного ризику (або ризик 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 загально-економічного середовища, а також скорочує премії за ризик за іноземними запозиченнями, а отже процентні ставки іноземних кредитів падають. А нижчі нижчі процентні ставки і стабільність фінансових потоків сприяють зростанню інвестицій та загальному економічному зростанню країни;
- зменшення волатильності реального валютного курсу: у країнах, що розвиваються, країнах із високою інфляцією та нестійкою національною валютою відбувається стабілізація реального валютного курсу;
- скорочення резервів фінансової системи, зменшення потреб фінансової системи в додаткових резервах, наприклад, згідно з експертними оцінками, якби Панама не була доларизованою країною, її фінансовій системі довелося б тримати на 3 % від ВВП резервів більше;
- зниження рівня 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 стану державних фінансів: зворотний ефект Олівєра – Танзі – уряд втрачає можливості 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 поліпшує 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 є підґрунтям для утворення надійного

фінансового сектору, з'являється можливість розвивати економіку, зростає її 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 лише перспективною, а й бажаною для країн, які більшість своїх благ експортують у країни з грошовою одиницею американський долар;

- можливість уникати валютних криз і криз платіжного балансу. Немає ризику різкого знецінення національної валюти або несподіваного відпливу капіталу через побоювання девальвації.

Офіційна доларизація має і негативні наслідки, адже відсутність власної грошової одиниці обмежує діяльність держави на фінансовому ринку і робить інститут центрального банку менш потрібним.

Негативні наслідки офіційної доларизації:

- втрата монетарного суверенітету державою. Стабільність офіційно доларизованої країни прямо залежить від країни-емітента грошової одиниці, і єдиними інструментами впливу під час криз є внутрішня гнучкість цін і доходів населення;
- функція центрального банку як «останнього кредитора» для комерційних банків втрачається, адже центральний банк не може надавати рефінансування, оскільки не має здатності випускати додаткові одиниці іноземної валюти. Також центральний банк не зможе покрити бюджетний дефіцит;
- оскільки девальвація національної валюти буде неможлива, то й допомога експортерам через зниження курсу національної валюти і стимулювання експорту в такий спосіб не відбудеться;
- втрачається можливість реально впливати на інфляцію в країні;
- великі трансакційні витрати на зміну функціонування банкоматів, банків, цінників і заміну національної на нову грошову одиницю, перегляд та переукладання всіх попередніх угод і контрактів із переходом на нову грошову одиницю;
- країни-лідери не завжди будуть вдаватися до регулювання валютного курсу для поліпшення ситуації в доларизованій країні. Можливі конфлікти інтересів між країною-емітентом і доларизованою державою.

Основною ж проблемою, що викликає 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.

Загалом 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 є в обігу в громадян та в банках. 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. У реальності це виходить значна сума, яку країна або позичає, або накопичує в процесі торгових операцій. Втрата майбутнього емісійного прибутку ґрунтується на тому, що країна вже не випускати-ме грошові одиниці, які потрібні для задоволення попиту на гроші.

Країни-емітенти отримують додатковий емісійний прибуток, задовольняючи попит на гроші доларизованих країн. Отже, 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 доволі великою, наприклад, США отримують кожен долар від додаткової емісії від доларизованих країн.

Напівофіційна доларизація означає, що в країні функціонує бівалютна система. Згідно з визначенням МВФ, у країнах із напівофіційною доларизацією іноземна грошова одиниця є другим легальним платіжним засобом. Загалом заробітна плата, податки та 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.

Неофіційна доларизація існує в тих країнах, де іноземна валюта не є легальним платіжним засобом, але водночас має значну питому вагу в загальній грошовій масі.

Якщо іноземна валюта в грошовому агрегаті M2 становить понад 30 %, то в країні високий рівень доларизації. Помірним рівнем доларизації вважають показник, коли частка іноземної валюти в грошовому агрегаті M2 – на рівні 18 %.

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 має такі форми, як збереження іноземної готівки, депозити в іноземній валюті, облігації та інші види грошових активів за кордоном.

Основною причиною розвитку неофіційної доларизації є висока інфляція. Люди шукають більш стабільні замінники національній грошовій одиниці, тому користуються бартером, дорогоцінними металами і можуть використовувати стабільну іноземну валюту. Складається ситуація, коли ліквідною грошовою одиницею є іноземна валюта, громадяни вимушені використовувати іноземні грошові одиниці, адже в такій нестійкій економіці лише вони зберегли функцію міри вартості.

Неофіційна доларизація зазвичай відбувається у три 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 із 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 доволі високими, тому ціни вказують у доларах чи іншій іноземній валюті. Готівкова іноземна валюта може надходити в країну в результаті:

- діяльності комерційних банків;
- туристичного руху;
- зняття готівкової валюти з рахунків компаній та організацій;
- оплати готівковими коштами контрабанди наркотиків, зброї та ін.;
- переказів готівкової валюти з-за кордону;
- переказу готівкових коштів на особові рахунки за рахунок фіктивних контрактів (заниження вартості експорту, завищення вартості імпорту або використання відмінного від офіційного валютного курсу).

Україна належить до країн із неофіційною доларизацією. Показник ступеня доларизації української економіки коливається на рівні 30 %. Причому для України характерна як реальна доларизація (іноземна валюта використовується в операціях купівлі-продажу в країні), так і фінансова доларизація (іноземна валюта є інструментом заощаджень), що підтверджується показником відношення депозитів в іноземній валюті до загального обсягу банківських депозитів. Гривня неповною мірою виконує функції грошей в економічному обігу України (табл. 1.4).

Високий рівень доларизації в економіці зумовлює 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, а отже, провокуватимуть нестабільність у сфері обігу, споживання, нагромадження. Як наслідок – девальвація гривні, зростання інфляції, інші економічні шоки та негативний вплив чинника доларизації на валютний канал монетарної політики.

Таблиця 1.4

Виконання функцій грошей іноземною валютою в українській економіці

Функції грошей	Приватне використання	Державне використання
Міра вартості	- валюта ціни в зовнішньоторговельних операціях; - визначення ціни на імпортовані товари (електроніка, техніка, автомобілі); - неформальний орієнтир вітчизняного ринку нерухомості та землі	валюта – якір
Засіб обігу і платежу	- валюта платежу в зовнішній торгівлі; - внутрішній обіг інших країн (у разі виїзду за кордон); - валютообмінні угоди; - кредитування	- валюта інтервенцій; - платежі за іноземними кредитами
Засіб нагромадження	- приватні інвестиції; - депозити юридичних і фізичних осіб	резервна валюта НБУ

2. Режим фіксованого валютного курсу – встановлення державними органами фіксованого співвідношення між національною та іноземною валютами. Фіксований курс передбачає прив'язку до однієї з провідних іноземних валют або до кошика валют.

Найтиповіші режими фіксованого курсоутворення:

- фіксований валютний курс, коли законодавчо встановлено чітке співвідношення між валютами, коливання допускаються в межах 1 %;
- фіксований валютний курс з коридором, що передбачає законодавчо встановлене чітке співвідношення між валютами з коливаннями у визначених межах (коридор). Центральний банк проводить інтервенції, щоб утримати курс у встановлених межах;
- множинні валютні курси. Зазвичай такий режим передбачає наявність двох або більше валютних курсів, що застосовуються для різних видів валютних операцій, різних учасників валютних операцій, різних видів використовуваних валют. Держава, яка застосовує такий режим, фактично запроваджує приховане субсидування та приховане оподаткування економічних суб'єктів;
- валютне бюро (валютна рада). За такого підходу відбувається фіксація курсу національної валюти законодавчо. Обсяг грошової маси в країні (готівка + кошти на рахунках у банках) має дорівнювати обсягу іноземної валюти (або золотовалютним запасам центрального банку) за встановленим 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.

3. Режим плаваючих валютних курсів передбачає формування курсу валют під впливом попиту і пропозиції, обмежене втручання держави в процес курсоутворення, використання ринкових важелів впливу на валютний курс.

Обмінний курс гривні визначається за результатами торгів на міжбанківському ринку. За таких умов динаміка курсу національної грошової одиниці визначається обсягом попиту та пропозиції. Безпосередня взаємодія носіїв попиту та пропозиції іноземної

валюти здійснюється через уповноважені банки, які беруть участь у відповідних торгах на міжбанківському валютному ринку.

За часткового втручання держави встановлюється режим обмеженого плавання валютних курсів, що передбачає встановлення центральним банком граничних меж коливання валютного курсу (валютний коридор тощо).

Основними перевагами режиму вільного (гнучкого, плаваючого) валютного курсоутворення є зменшення потреб у валютних резервах держави, лібералізація валютних і торговельних операцій, незалежна від інших країн монетарна політика та ін.

Основними недоліками режиму вільного (гнучкого, плаваючого) валютного курсоутворення є збільшення ризику та ступеня невизначеності економіки під час прогнозування майбутніх валютних курсів; потреба в додаткових витратах на страхування від несприятливих змін валютних курсів; тиск на інфляцію (цінові ризики в бізнес-суб'єктів, ризики у разі заощаджень тощо).

Характеристики фіксованого та плаваючого валютних курсів за різними критеріями наведено в табл. 1.5.

Ефекти й ризики дії валютного каналу за вільно плаваючого курсоутворення в українській економіці

Для української економіки характерні такі викривлення:

- мультивалютність грошового обігу в економіці (шоки доларизації);
- диспропорції в структурі економіки, зокрема висока імпортозалежність;
- високий рівень боргової залежності державного і приватного секторів, економічний спад;
- суперечність режимів валютного курсоутворення де-юре і де-факто (наприклад, наявність валютних обмежень у разі офіційно проголошеного вільно плаваючого курсу).

Вільне курсоутворення може спровокувати загрози для економіки.

Загроза № 1. Високий рівень доларизації економіки поряд із повним режимом плаваючих валютних курсів можуть провокувати додатковий тиск на цінову стабільність.

Нестабільність у фінансовому плануванні суб'єктів зовнішньоекономічної діяльності (експортерів – імпортерів) через коливання курсів провокуватиме порушення цінової стабільності. У разі запровадження інфляційного таргетування поряд із вільним

Таблиця 1.5

Характеристики 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 та 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 зростання рівня ризиковості та недовіри інвесторів до вітчизняної економіки

курсоутворенням суб'єкти зовнішньоекономічної діяльності зіткнулися з проблемами фінансового планування у власній діяльності через непередбачувані зміни в курсі валют, з ризиками можливих втрат через курсові коливання (або через власні неточні прогнози таких коливань).

У розвинених економіках це є одним із поштовхів до розвитку ринку похідних валютних інструментів (форвардів, ф'ючерсів, опціонів тощо). Але в умовах нерозвиненості в Україні такого

ринку першою реакцією може бути саме цінове зростання, оскільки підприємці вимушені будуть перекладати власні фінансові і валютні ризики на кінцевого споживача шляхом підвищення цін на свої товари і послуги. Це може провокувати «інфляцію витрат» в українській економіці.

Загроза № 2. Можливе порушення цінової стабільності через валютні коливання внаслідок високого рівня валютизації (доларизації) депозитного сектору української економіки.

У разі запровадження інфляційного таргетування поряд із вільним курсоутворенням власники валютних депозитів можуть зіткнутися з проблемами частих змін у дохідності валютних заощаджень через суттєві зміни (перепади) в курсі валют і з ризиками можливих втрат через курсові коливання (або через власні неточні прогнози таких коливань). У ситуації постійних змін щодо очікуваної дохідності валютних депозитів принаймні частину таких заощаджень зніматимуть і перетворюватимуть у гривневі депозити (позитивний сценарій) або витрачатимуть на поточне споживання (негативний сценарій) у разі інфляційних очікувань чи інших причин недовіри до національної валюти). Збільшуючи в такий спосіб сукупну грошову масу в обігу, що в підсумку розкручуватиме «інфляцію попиту», яка нівелює результати інфляційного таргетування.

Загроза № 3. Можливі порушення цінової стабільності через валютні коливання внаслідок високого рівня валютизації (доларизації) кредитного сектору української економіки.

Валютизація кредитного сектору може провокувати ситуацію, коли у разі запровадження інфляційного таргетування та вільного курсоутворення банки-кредитори зіткнуться з проблемами оцінювання очікуваної дохідності кредитних послуг у валюті через непередбачувані зміни в курсі валют та з ризиками можливих втрат через курсові коливання (або через власні неточні прогнози таких коливань). При цьому банки-кредитори вимушені будуть перекладати власні фінансові ризики на кінцевого споживача-позичальника шляхом підвищення кредитних ставок на валютні кредити. Дорожчання грошей в економіці на рівні валютної складової призведе до скорочення валютних кредитів і зростання попиту на кредити в національній валюті, а за незмінної пропозиції грошей це може спровокувати підвищення кредитної ставки і на гривневі кредити. Дорожчання грошей суб'єкти економіки – підприємці перекладатимуть

на кінцевого споживача товарів і послуг, зокрема через підвищення цін. Це провокуватиме «інфляцію витрат» і нівелюватиме результати політики інфляційного таргетування.

Основні напрями руху (цілі) процесів валютного курсоутворення (табл. 1.6)

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 може відбутися стихійно або проводитися цілеспрямовано як елемент валютної політики держави. Ревальвація вигідна для імпортерів і кредиторів, проте невигідна для експортерів (імпортери купують дешевше іноземну валюту для оплати товарів, а валютна виручка експортерів знижується). У разі ревальвації реальні доходи населення підвищуються та збільшуються інвестиції, оскільки вигідно вкладати гроші в економіку країн із багатшим населенням, адже збільшення доходів означає і збільшення купівельної спроможності тощо.

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

Таблиця 1.6

Наслідки ревальвації та девальвації національної грошової одиниці

Методи	Позитивні наслідки	Негативні наслідки
Девальвація	• Стимулювання експорту • Підвищення конкурентоспроможності експортерів і поліпшення позицій країни на світовому ринку	• Зниження життєвого рівня населення • Можливий розвиток інфляції внаслідок зростання імпортних цін
Ревальвація	• Стимулювання імпорту • Можливе зниження інфляції • Стимулювання споживчого попиту на внутрішньому ринку	• Невигідна політика для експортерів • Погіршення сальдо платіжного балансу країни

Моделі світових грошових (валютних) систем

1. *Паризька валютна система*, 1867 р., золотомонетний стандарт, паперова грошова система, монометалізм (золотий).

Характерні риси:

- золото виконує всі функції грошей;
- в обігу були золоті монети та банкноти, розмінні на них (паперові гроші + дорогоцінні монети);
- співвідношення між валютами (грошовими одиницями різних країн) встановлювалося за їхнім офіційним золотим вмістом;
- у міжнародних розрахунках використовуються золоті монети.

Перевагами цієї системи були універсальність та однаковість національних і міжнародних розрахунків, усі валюти виконували функцію світових грошей.

Недоліки цієї системи:

- нерівномірне зростання золотих запасів проти збільшення обсягів товарного обороту;
- використання золотих монет для всіх видів розрахунків призводило до їх виведення з обігу шляхом осідання у суб'єктів і все більшого використання у вигляді скарбу;
- централізація золотих запасів в окремих країнах і нерівне становище країн.

2. *Генуезька валютна система*. У 1922–1931 рр. діяв золотозливковий стандарт, а в 1931–1944 рр. – золотодевізний стандарт і паперово-кредитно-депозитна грошова система.

Характерні риси:

- випуск дорогоцінних монет припинився, їх було вилучено та перетворено на скарб. В обігу паперові гроші + білонні монети;
- гарантії центральних банків щодо обміну банкнот на золото;
- співвідношення між валютами й далі визначали за їхнім золотим вмістом;
- введено поняття «девізи» (1931 р.) – платіжні засоби у валюті певних країн (чеки, векселі, акредитиви, банкноти тощо);

- курс валют встановлювався на основі їхнього золотого паритету, але конверсія валют у золото відбувається через валюти-девізи: долар, фунт стерлінгів, франк тощо;
- у світі діяли різні валютні блоки (валютні зони).

Стерлінгова валютна зона: до неї входили країни Британської Співдружності, Гонконг, Єгипет, Ірак і Португалія; згодом приєдналися Данія, Норвегія, Швеція, Фінляндія, Японія, Греція та Іран.

Доларова валютна зона: США, Канада, країни Центральної та Південної Америки.

Валютна зона франка: Франція, Бельгія, Нідерланди, Швейцарія, Італія, Чехословаччина та Польща.

Під час Другої світової війни всі валютні зони перестали існувати.

3. *Бреттон-Вудська валютна система*, 1944 р., золотовалютний стандарт.

Характерні риси:

- в обігу паперові та кредитно-депозитні гроші;
- долар США визначений світовою резервною валютою і є єдиною валютою, розмінною на золото (валюти країн прив'язані до долара, а долар до золота);
- у міжнародних розрахунках діють долар і золото, золото використовується як міжнародний платіжний і резервний засіб;
- співвідношення між валютами виражається в золоті та в доларах, курсове співвідношення валют і їх конвертування здійснюються на основі фіксованих валютних паритетів, виражених у доларах і зафіксованих у Міжнародному валютному фонді (МВФ);
- створення міжнародних фінансових організацій (МФО) (МВФ, Група Світового банку);
- поява заходів валютного регулювання з боку ЦБ та МФО країн для підтримання стабільності валют (наприклад, валютні інтервенції);
- лише долар США виконує функцію світових грошей.

4. *Ямайська валютна система*, 1973 р., валютний стандарт.

Характерні риси:

- закріплено демонетизацію золота: скасовано розмін долара на золото;
- золото перетворюється на звичайний товар і на складову частину золотовалютних резервів;

Суб'єкти валютного ринку (за характером виконуваних операцій):

- підприємці, які купують і продають валюту для забезпечення своєї комерційної діяльності (імпортери, експортери);
- інвестори, які вкладають свій чи позичений капітал у валютні цінності з метою одержання процентного доходу;
- суб'єкти-спекулянти (валютні дилери), які постійно купують-продають валюту з метою одержання доходу у вигляді курсової різниці;
- хеджери (страхувальники), які здійснюють операції на валютному ринку для захисту від несприятливих змін від коливань валютних курсів;
- посередники: банки, брокерські контори, біржі тощо (вид посередницької діяльності);
- центральні банки, оскільки відповідають за монетарну, зокрема валютну, політику в країні.

Класифікація операцій валютного ринку

Валютні операції – будь-які платежі, пов'язані з переміщенням валютних цінностей між суб'єктами валютного ринку.

1. *За функціональністю та характером операцій* (основні види валютних операцій):

- конверсійні операції – касові (поточні, спот-операції) та строкові (форвардні, ф'ючерсні, опціонні);
- депозитні операції – до запитання та строкові (коротко-, середньо-, довгострокові);
- кредитні операції – коротко-, середньо-, довгострокові.

2. *За цільовим призначенням:*

- операції з метою одержання валюти для здійснення платежів за міжнародними розрахунками;
- операції з метою одержання прибутку або спекулятивні операції;
- операції з метою страхування від валютних ризиків (операції хеджування).

3. *За формою здійснення:* безготівкові та готівкові операції.

4. *За масштабами операцій:* оптові (здійснюються між банками) та роздрібні (між банками та їхніми клієнтами) та ін.

Конверсійні операції – угоди суб'єктів валютного ринку щодо обміну обумовлених сум грошової одиниці однієї країни на валюту іншої країни за узгодженим курсом на певну дату (*Foreign Exchange Operations, FOREX*).

Касові конверсійні операції (спот-операції) – це купівля-продаж валюти (готівки) на умовах поставки її не пізніше як другого робочого дня з дня укладання угоди за курсом, узгодженим у момент її підписання. Такі угоди передбачають поставку валюти в той самий день, на наступний робочий день або на 2-й робочий банківський день після дня – дати обмінної операції.

Строкові конверсійні операції (похідні інструменти, валютні деривативи) – купівля-продаж валютних цінностей із відстроченням поставки їх на термін, що перевищує два робочих дні.

Оформлюються стандартизованими документами (контрактами), які мають юридичну силу протягом певного часу (від підписання до оплати) і самі стають об'єктом купівлі-продажу на валютних ринках.

Строкові конверсійні операції дають можливість застрахуватися від валютних ризиків, а також одержувати спекулятивний дохід.

Валютний форвардний контракт (валютні форварди) – це обов'язкова до виконання угода між банками щодо купівлі-продажу в певний день у майбутньому визначеної суми іноземної валюти.

Валюта, сума, обмінний курс та дата платежу фіксуються в момент укладання угоди.

Ф'ючерсний валютний контракт також пов'язаний із поставкою валюти на термін більше ніж 3 дні від дня укладання контракту, ціна виконання контракту в майбутньому визначається в момент укладання угоди.

Але ф'ючерс – це стандартизований контракт. Він відрізняється від форварду тим, що укладається на біржах і має стандартні дати валютування та стандартні суми контракту.

Купівля ф'ючерсного контракту – це строкова позиція, що утворилася в процесі гри на підвищення. Продаж ф'ючерсного контракту – це строкова позиція, що утворилася в процесі гри на пониження.

Попри більшу чи меншу важливість з погляду монетарної політики та монетарних впливів на економіку через валютний канал трансмісійного механізму, валютний ринок з усіма його складниками є обов'язковим елементом економіки та фінансового сектору, зважаючи на мету його появи й існування, особливо в сучасних умовах глобальних і взаємоінтегрованих економік.

1.3. Кредит і кредитний ринок

Крім грошового й валютного ринків, об'єктом і середовищем реалізації та впливу монетарної (грошово-кредитної) політики є кредитний ринок.

Кредит – це передача цінності в грошовій або товарній формі на умовах строковості, зворотності та платності. Також можна сказати, що кредит – це перерозподіл вартості (грошової, іноді товарної) на засадах строковості, зворотності та платності між суб'єктами економіки.

Принципи кредитування: строковість / зворотність / платність / цільове використання.

Причина появи кредиту – коливання потреби в коштах і джерелах їх формування в різних суб'єктів економіки.

Кредит розв'язує суперечність між тимчасово вільними коштами в одних суб'єктів і нестачею коштів в інших суб'єктів.

Передумови необхідності кредиту

1. Необхідність кредиту у сфері обігу – кредит полегшує реалізацію товарів. Кредит виник і розвинувся на основі функції грошей як засобу обігу. З його виникненням гроші, окрім функції міри вартості і засобу обігу, стали виконувати й функцію засобу платежу.

2. Необхідність кредиту у сфері виробництва зумовлюється:

- коливанням потреб в оборотному капіталі;
- коливанням потреб в основному капіталі;
- потребами в капіталі для створення нового виробництва чи підприємницької діяльності.

3. Необхідність кредиту у сфері споживання зумовлюється ситуаціями, коли потреби (фізичних осіб, юридичних осіб, держави) перевищують їхні доходи.

Специфічні передумови появи кредиту

1. Необхідність акумуляції тимчасово вільної вартості для надання її в позичку.

2. Довіра, гарантії повернення кредиту.

3. Збіг економічних інтересів кредитора і позичальника для встановлення основних параметрів кредитної угоди, вигідних для обох сторін (розмір і термін позички, величина позичкового процента, порядок його сплати тощо).

4. Наявність матеріальної відповідальності учасників кредитних відносин за виконання взятих на себе зобов'язань (учасники мають

бути юридично самостійними особами, а фізичні особи мають бути дієздатними, позичальник повинен мати регулярні доходи, за рахунок яких зможе погасити кредит).

Кредитні відносини – взаємодія між суб'єктами економіки (юридичні особи, фізичні особи, держава, посередники тощо) щодо передачі цінності одним суб'єктом іншому на умовах строковості, зворотності та платності.

Суб'єктами кредитних відносин можуть бути юридичні та фізичні особи; резиденти і нерезиденти; держава, фінансово-кредитні установи, підприємці, населення; кредитори, позичальники, посередники.

Кредитори – це учасники кредитних відносин, які мають у своїй власності (чи розпорядженні) вільні кошти і передають їх у тимчасове користування іншим суб'єктам на умовах строковості, зворотності та платності.

У сучасних економіках існують *індивідуальні та колективні кредитори*.

Колективні кредитори – це посередники, що спочатку мобілізують та акумулюють кошти в інших суб'єктів, зокрема й на засадах запозичення, а потім пропонують їх у позику своїм клієнтам. Комерційні банки, кредитні кооперативи та кооперативні банки є колективними кредиторами сучасності.

Позичальники – це учасники кредитних відносин, які мають потребу в додаткових коштах і одержують їх у позику від кредиторів на умовах строковості, зворотності та платності. Позичальник не є власником позичених коштів, а лише їхнім тимчасовим розпорядником.

У сучасних економіках існують *індивідуальні та колективні позичальники*. Зокрема, колективні позичальники – це посередники, що позичають одночасно у великої кількості кредиторів та у великих обсягах. Комерційні банки є колективними позичальниками сучасності.

Кредитний ринок – це сукупність кредитних відносин, фінансово-кредитних інститутів і встановлених організаційно-правових норм, що у своїй взаємодії забезпечують можливість руху позичкового капіталу під впливом попиту і пропозиції в різних формах між суб'єктами економіки на національному й міжнародному рівнях (рис. 1.4).

Якщо об'єктом грошового ринку є гроші, а об'єктом валютного ринку – валютні цінності, то об'єктом кредитного ринку є позичковий капітал.

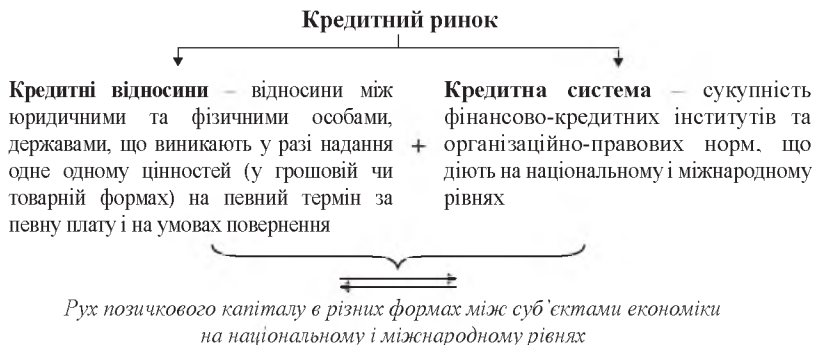


Рис. 1.4. Складники поняття кредитного ринку

Позичковий капітал – грошовий капітал, що надається в позику і приносить прибуток його власнику у вигляді відсотка. Фактично, позичковий капітал – це самозростаюча вартість у грошовій формі.

Джерела утворення позичкових капіталів

1. Першим джерелом утворення позичкових капіталів є грошові капітали, що тимчасово вивільняються в процесі кругообігу виробничого капіталу через:

- незбіг періодів реалізації товарів із часом купівлі сировини і допоміжних матеріалів – нових елементів оборотного капіталу;
- поступовість витрачання грошей, виручених від реалізації товарів, на оплату робочої сили (періоди реалізації товарної продукції і періоди виплати заробітної плати не збігаються);
- накопичення доданої вартості до таких розмірів, за яких вона може бути використана для розширеного відтворення та ін.

2. Другим джерелом формування позичкових капіталів є капітали фінансових посередників і фінансових ринків.

3. Третім джерелом утворення позичкових капіталів є грошові заощадження і доходи суб'єктів економіки (юридичних і фізичних осіб), що розміщуються у фінансово-кредитних установах.

Вартість позичкових капіталів

Позичковий капітал приносить прибуток у вигляді процента. **Ціна** позичкового капіталу – **процент**, плата за користування ним. Джерело сплати процента – це додана вартість, що створюється в процесі виробництва.

Ставка, або норма процента – відношення отриманого доходу (процентних грошей) до суми боргу за одиницю часу.

Наприклад:

якщо позичковий капітал = 100 000 грн.
річний дохід із нього = 3000 грн.
то норма процента = $3000 / 100\,000 = 0,03 * 100 \% = 3 \%$.

Чинники, що впливають на процентну (кредитну) ставку

1. На макрорівні:

- норма прибутку (середня норма прибутку є межею для норми процента);
- попит і пропозиція позичкового капіталу (зокрема обсяги грошових нагромаджень і заощаджень у суспільстві);
- ВВП на душу населення;
- показник інфляції;
- частка обсягу кредитів у ВВП (закредитованість економіки, фінансова глибина кредитування в економіці);
- індекс легкості ведення бізнесу;
- заходи грошово-кредитного регулювання в економіці;
- міжнародна співпраця, зокрема фінансова, інвестиційна, кредитна та ін.

2. На мікрорівні:

- розмір і строки позички;
- витрати посередника, пов'язані із залученням грошових ресурсів (процентні);
- витрати посередника на обслуговування кредиту (операційні);
- тип позичальника, тип позики та ін.

Кредитний ринок має риси, характерні для будь-якого ринку.

1. І на кредитному, і на інших товарних ринках пропонують товар: на товарному ринку – це звичайний товар, а на кредитному ринку – це товар «позичковий капітал».

2. І на кредитному, і на товарному ринках формується попит на пропонований товар, унаслідок чого через механізм конкуренції встановлюється ціна товару: на товарному ринку – це ціна товару; а на кредитному ринку – це ціна товару «відсоток».

Водночас *кредитний ринок має характерні лише для нього особливості*, які відрізняють його від інших видів ринків.

1. Єдність кредитного ринку (на відміну від множинності товарних ринків). Кожен звичайний товар має специфічну споживчу вартість і здатний задовольняти тільки певну потребу. Тому товарних ринків стільки ж, скільки існує різних товарів. Позичковий капітал, навпаки, як товар має єдину грошову форму і єдину споживчу вартість, яка полягає в його здатності приносити прибуток. Об'єктом попиту і пропозиції на кредитному ринку є єдиний товар – позичковий капітал, а не безліч різноманітних товарів.

Єдність кредитного ринку виражається також і в тому, що пропонуваний на ньому товар має одноманітну ціну – норму процента, тоді як кожен товар має свою власну ціну, відмінну від вартості всіх інших товарів. Хоча, звісно, одноманітність ціни на кредитному ринку не виключає диференціації процентних ставок, які встановлюються залежно від строків і ступеня забезпеченості кредитів.

2. Для кредитного ринку типовим є концентрований характер пропозиції позичкового капіталу, який зосереджується в банках та інших фінансово-кредитних установах. Розміри пропозиції позичкових капіталів залежать від:

- масштабів виробництва, циклічного руху виробництва, сезонних умов його функціонування;
- питомої ваги фінансово-кредитних посередників та обсягів акумульованих ними капіталів;
- ступеня розвитку кредитної системи і розмірів капіталізації грошових доходів різних сфер і суб'єктів економіки, що мобілізуються й перетворюються на позичковий капітал.

3. Для кредитного ринку типовою є наявність сукупного попиту на позичковий капітал. Хоча попит на позичковий капітал пред'являють різні позичальники, він має форму сукупного попиту, тоді як попит на різні товари можуть пред'являти або не пред'являти окремі суб'єкти економіки. Наприклад, попит на ткацькі верстати пред'являють тільки текстильні підприємці.

Роль і функції кредиту й кредитного ринку в економіці

1. Сприяє прискоренню грошового обігу та економії витрат обігу (грошового, виробничого, торговельного тощо). Економії витрат грошового обігу за допомогою кредиту досягають такими способами:

- поширення безготівкових розрахунків (платіжні картки тощо) призводить до збільшення швидкості обігу, зниження зношуваності грошових купюр і підвищення захисту грошової одиниці, здешевлення розрахунків в економіці;
- збільшення швидкості обігу грошей призводить до зменшення кількості грошей, необхідних для обігу, здешевлення розрахунків в економіці та ін.

2. Обслуговує перерозподіл капіталів в економіці між сферами й галузями економіки (перерозподільна функція). За участі кредиту кошти спрямовуються зі сфер і галузей з низькою нормою прибутку у сфери й галузі з вищою нормою прибутку. Це можна пояснити тим, що кредитні посередники активніше кредитують прибуткові й рентабельні сфери, ніж сфери з меншими прибутками й нижчою рентабельністю.

3. Посилює концентрацію, централізацію та накопичення капіталів (функція капіталізації грошових доходів). Концентрація і централізація – зосередження розрізнених коштів у посередників і можливість їх подальшого об'єднаного використання. Кредит долає обмеженість індивідуальних коштів. Накопичення капіталів у кожного окремого суб'єкта могло б відбуватися тільки завдяки капіталізації додаткової вартості, що є в його власному володінні. А кредитна система об'єднує, централізує у власному розпорядженні й надалі надає в розпорядження суб'єктів економіки грошові доходи й заощадження різних секторів і суб'єктів економіки. Без кредитних відносин ці гроші залишалися б просто скарбом.

4. Сприяє розширенню маси платіжних засобів (грошова (емісійна) функція). Кредитний механізм дає змогу гнучко розширити масу платіжних засобів в обігу, коли потреба в них зростає: через збільшення маси комерційних векселів і маси банківських депозитів завдяки прискоренню грошово-кредитного мультиплікатора, розширенню рефінансування комерційних банків центральним банком. У разі скорочення потреб обігу всі ці елементи маси платіжних засобів можна зменшити.

5. Забезпечує контрольно-стимулювальний вплив на кредиторів і позичальників (контрольно-стимулювальна функція).

У процесі кредитного перерозподілу коштів забезпечується банківський контроль за діяльністю позичальника.

Контрольно-стимулювальний вплив відчуває на собі й кредитор. Можливість вивільнити з обігу кошти і вкласти їх у надійні дохідні

позички стимулює кредитора до прискорення обороту свого капіталу, нарощування вільних ресурсів, більш економного їх витрачання, підвищення своєї кваліфікації щодо розміщення вільних ресурсів тощо.

До того ж стимулювальний складник цієї функції переважає над суто контрольним. У багатьох випадках суб'єкти кредиту не мають можливості здійснювати формальний контроль за своїми контрагентами:

- позичальник не може контролювати діяльність банку;
- у державному кредиті кредитор (населення, комерційні банки) позбавлені можливості контролювати свого боржника – державу.

6. Кредитна експансія є чинником, що сприяє загостренню кризових явищ.

- Кредит сприяє перевиробництву товарів. Спрямування у виробництво вільних грошових капіталів і заощадження сприяють стрімкому розширенню виробництва в періоди промислового підйому.
- Кредит створює фіктивний попит на товари і в такий спосіб, з одного боку, маскує перевиробництво, а з іншого – підсилює його. У періоди підйому, коли купівля товарів здійснюється значною мірою в кредит, фіктивний попит, базований на кредиті, до певного часу маскує відсутність дійсного платоспроможного попиту й підтримує видимість «високої кон'юнктури». Але кредит дає поштовх подальшому зростанню виробництва навіть тоді, коли вже є надлишок товарів у прихованій формі.
- Кредит посилює непропорційність розвитку різних галузей і секторів економіки.
- Кредит провокує ризики в системі корпоративного управління, що можуть спричинити збитки для посередників, інвесторів та всіх суб'єктів економіки. Зокрема, прив'язка оплати праці менеджменту кредитних посередників (зокрема комерційних банків) до прибутків від діяльності посередника провокує керівництво кредитної установи на проведення більш прибуткових, але й більш ризикованих операцій із загрозою збитків для всіх учасників ринку.

Вияв кризових явищ у сфері комерційного кредиту:

- у різкому скороченні комерційного кредиту як через те, що підприємці не здатні брати й сплачувати кредит, так і внаслідок того, що в умовах масової неплатоспроможності підприємці відмовляються продавати свої товари в кредит;

- у примусовій ліквідації боргових зобов'язань у результаті банкрутств підприємств.

Вияв кризових явищ у сфері банківського кредиту:

- розпорошення й неповернення банківських ресурсів, оскільки під час кризи, коли маса товарів не реалізується, позичальники позбавлені можливості своєчасно погашати отримані раніше банківські позики;
- примусова ліквідація частини банківських кредитів, що відбувається в результаті банкрутств позичальників. Як ліквідація значної частини старих боргових зобов'язань за комерційним кредитом, так і ліквідація частини банківських кредитів означає різке скорочення кредитної надбудови, надмірно роздутої в передкризовий період;
- гостра нестача позичкового капіталу та різке підвищення норми процента, зумовлені масовим попитом на готівкові ресурси;
- масове вилучення депозитів з банків у результаті підвищеного попиту на готівкові ресурси, чому особливо сприяють побоювання вкладників втратити свої кошти у разі банкрутства банків;
- масові банкрутства й ліквідація банків, оскільки, з одного боку, в період кризи приплив грошей у банки скорочується через неплатоспроможність позичальників, а з іншого – вкладники починають масово вилучати депозити.

Вияв кризових явищ у сфері грошового обігу:

- виникає надзвичайний попит на гроші як платіжний засіб і скарб. Банкрутства й фінансова криза банків провокують скорочення попиту на кредит і зростання попиту на паперові гроші, а якщо криза поглиблюється – зростання попиту на золото як світові гроші й скарб (світові валюти).

Грошово-кредитні кризи підсилюють і загострюють виробничі кризи:

- різке скорочення кредиту призводить до скорочення виробництва й зменшення обсягів продажів уже випущених товарів, що ще більше провокує падіння цін;
- банкрутства підприємств провокують банкрутства банків через неповернення кредитів і фінансову кризу банківських установ;
- банкрутства банків, зумовлені банкрутствами торгових і промислових підприємств, породжують нову хвилю комерційних

банкрутств, оскільки призводять до втрати вкладниками-підприємцями грошових капіталів тощо.

Кредитний ринок виконує різні функції для економіки, а також є складовою частиною фінансового ринку і взаємодіє з іншими його сегментами.

Кредитний ринок та його суб'єкти функціонують не в замкнутому грошово-кредитному просторі, а в активній взаємодії з іншими видами фінансових ринків.

Крім кредитного ринку й кредитних посередників, у межах фінансових ринків функціонують також і інші фінансові посередники: інвестиційні установи, контрактно-ощадні установи, страхові компанії тощо. Існують різні механізми й напрями взаємодії кредитних і некредитних посередників, а також механізми й напрями акумуляції та перерозподілу капіталів між ними. Це розширює можливості користування тимчасово вільними капіталами для всіх посередників, збільшує їхні прибутки й забезпечує рух капіталу між фінансовим і реальним секторами економіки.

Напрями взаємодії кредитного ринку з іншими фінансовими ринками, до яких належать:

- депозитний ринок;
- валютний ринок;
- ринок цінних паперів;
- ринок страхових послуг;
- ринок інвестицій.

Взаємодія кредитного й депозитного ринків

І кредитний, і депозитний ринки характеризуються спільною структурою, учасниками та механізмом функціонування. Обидва ринки мають єдиний об'єкт економічних відносин – позичковий капітал. До того ж функціонування депозитного ринку як джерела залучення коштів є визначальним для кредитного ринку.

1. Ціна депозитних коштів є одним із факторів, що формує ціну позичкового капіталу та визначає рівень кредитної процентної ставки.

2. Обсяги залучених депозитів формують фінансові ресурси банків, а отже й можливості банків щодо обсягів кредитування суб'єктів економіки.

3. Терміни залучення коштів (депозитна база) повинні корелювати з термінами надання кредитів (кредитна база) для підтримання ліквідності банку (рис. 1.5).

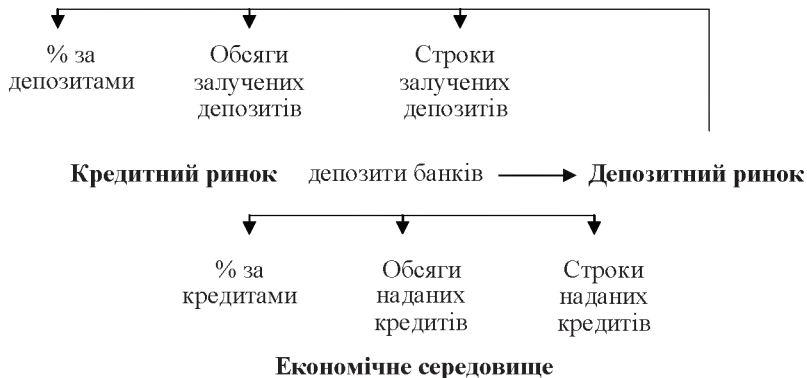


Рис. 1.5. Напрями взаємодії кредитного й депозитного ринків

Взаємодія кредитного й валютного ринків

Функції валютного ринку, пов'язані з фінансовим сектором економіки:

- надання можливості отримання прибутків як комісійних під час кредитно-депозитних операцій з валютою;
- надання можливості отримання прибутків як курсової різниці під час конверсійних операцій з валютою;
- надання можливості страхування валютних ризиків.

З огляду на вказані функції валютного ринку можна виділити такі напрями, що поєднують його з кредитним ринком (див. рис. 1.6):

1. Кредитно-депозитні валютні операції, що здійснюються з метою отримання процентного валютного прибутку. До того ж об'єктом кредитування є позичковий капітал в іноземній валюті.

2. Купівля-продаж валюти для забезпечення власного функціонування й подальшого надання послуг (наприклад, страхування банками та банківськими позичальниками-підприємцями чи фізичними особами своїх валютних ризиків за наявності в них валютних кредитів).

Комерційні банки є суб'єктами валютного ринку, що надають послуги та здійснюють операції на валютному ринку, а валютний ринок можна розглядати як додатковий чи обслуговуючий для кредитного ринку.

Взаємодія кредитного ринку й ринку цінних паперів (рис. 1.7)

1. Основні учасники кредитного ринку – комерційні банки використовують боргові цінні папери для залучення нових коштів.

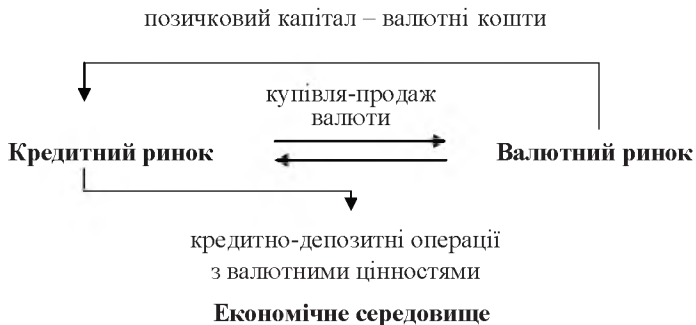


Рис. 1.6. Напрями взаємодії кредитного й валютного ринків

Покупцями банківських боргових інструментів (корпоративних та єврооблігацій) можуть бути: інші комерційні банки, нефінансові установи – підприємства, небанківські фінансові посередники, які можуть використовувати боргові цінні папери як інструмент для вкладення тимчасово вільних коштів і диверсифікації ризиків. До таких належать:

- а) інвестиційні та венчурні фонди;
- б) недержавні пенсійні фонди (НПФ), що можуть вкладати в різні фінансові інструменти акумульовані у своїх фондах пенсійні кошти;
- в) страхові компанії, які також мають вільні фінансові ресурси, оскільки здебільшого щорічне надходження коштів до страхових компаній як страхових премій та доходів від активних операцій набагато перевищує суму виплат власникам полісів. Це дає змогу цим компаніям здійснювати інвестиції в цінні папери.

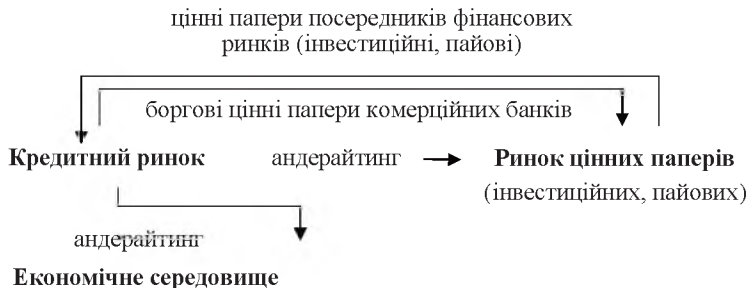


Рис. 1.7. Напрями взаємодії кредитного ринку й ринку цінних паперів

2. З іншого боку, банки можуть використовувати цінні папери, емітовані іншими учасниками фінансових ринків (акції, цінні папери фондів колективного інвестування тощо), як інструмент для вкладення тимчасово вільних коштів і диверсифікації ризиків.

3. Також комерційні банки можуть бути андерайтерами (посередниками у разі розміщення) цінних паперів, не вкладаючи в них кошти, а використовуючи цю послугу для отримання прибутку як комісійних.

Взаємодія кредитного ринку й ринку страхових послуг (рис. 1.8)

Ще одним напрямом взаємодії кредитного ринку з іншими сегментами фінансових ринків є співпраця комерційних банків і страхових компаній.

1. Страхування заставленого в банк нерухомого майна.
2. Страхування рухомого майна, що купується в кредит.
3. Страхування ризиків платіжних операцій (зокрема з платіжними картками).
4. Страхування послуг, що надаються в кредит (наприклад, туристичні).
5. Страхування кредитних ризиків (імовірність несплати позичальником основного боргу й відсотків, які належать до сплати за користування кредитом у терміни, визначені в кредитній угоді).

Причини взаємної зацікавленості страхових компаній і банків:

- можливість розширення клієнтської бази;
- проникнення на нові ринки й нарощення обсягів прибутків;
- можливість надання ширшого спектра банківських і страхових послуг;

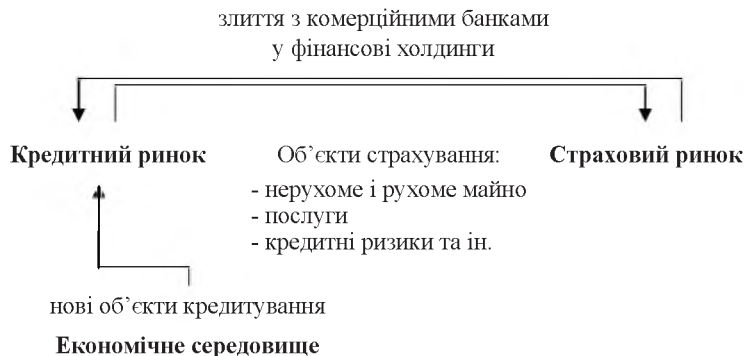


Рис. 1.8. Напрями взаємодії кредитного й страхового ринків

- зниження й перерозподіл ризиків у межах фінансового ринку (зниження ризиків банків шляхом руху ризику до страхових компаній).

Співпраця банківського й страхового секторів реалізується через об'єднання страхових компаній з комерційними банками у фінансові холдинги, через розвиток банківського страхування (*bancassurance*). Страхова компанія отримує можливість використовувати бренд і мережу банку, а банк – приваблювати клієнтів форматом фінансового супермаркету, додатковими гарантіями (застраховані депозити) та інвестиційними продуктами (страхування життя).

Взаємодія кредитного ринку й ринку інвестицій

Серед нинішніх інвестиційних фінансових механізмів можна виділити:

- 1) системи інвестування без участі кредитних установ;
- 2) системи інвестування, в яких можуть бути задіяні кредитні установи (тобто йдеться про участь кредитних ринків в інвестиційних процесах).

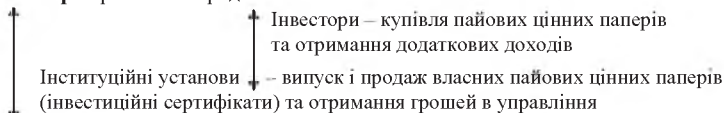
Прикладом першої моделі є інституційний механізм інвестування (рис. 1.9), що передбачає взаємодію індивідуальних та інституційних інвесторів.

До другого типу фінансово-інвестиційних механізмів (інституційно-банківський механізм інвестування), окрім індивідуальних та інституційних інвесторів, входять також комерційні банки (рис. 1.10). Наприклад, комерційний банк може бути емітентом цінних паперів, через продаж яких можуть залучатись капітали інших інвестиційних посередників із фінансових ринків. Управління активами таких фондів банківська установа може здійснювати самостійно або ж передоручати це іншим фінансовим установам, зокрема й компаніям з управління активами.

Подібний інституційно-банківський механізм інвестування може забезпечити виконання більшої кількості функцій, ніж інституційний. Зокрема, механізм, який застосовують інституційні інвестори, виконує лише інвестиційну функцію, яка в окремих випадках не забезпечує надходження інвестицій до реального сектору, тобто сфера діяльності такого механізму обмежується лише фінансовим сектором.

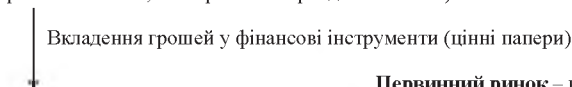
З іншого боку, механізм, у який залучений комерційний банк, містить також і функцію кредитування, а отже забезпечує можливість

Інвестори: фізичні та юридичні особи



Інституційні установи:

(фонди взаємного інвестування (пайові і корпоративні), пенсійні фонди, страхові компанії, інші фінансові фонди і компанії)



Акції

Облігації

(державні, корпоративні) тощо

Первинний ринок – відбувається перерозподіл коштів як між суб'єктами фінансового сектору, так і між фінансовим і реальним секторами:
– інвестування коштів інституційних інвесторів у реальний сектор

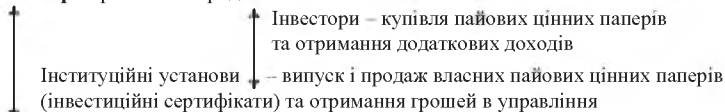
Вторинний ринок – не відбувається перерозподілу коштів між фінансовим і реальним секторами економіки. Кошти інституційних інвесторів перерозподіляються в межах фінансового сектору і тільки опосередковано полегшують залучення інвестиційних ресурсів підприємствами реального сектору у майбутньому

Рис. 1.9. Інституційний механізм інвестування

надходження довгострокових інвестицій та інвестицій у реальний сектор економіки.

Механізм, який не передбачає участі банку, є ефективним щодо отримання доходів для індивідуальних інвесторів (розв'язується проблема збереження й нарощення вартості заощаджень) та інвестиційних фондів (отримують відсоток за управління фінансовими ресурсами). Але ефективність функціонування такого механізму для реального сектору залежить від того, в активи яких економічних суб'єктів буде інвестовано кошти фонду. Зокрема, можливі два випадки: інвестовані в цінні папери певного підприємства кошти фонду отримає підприємство, тобто вони потраплять у реальний сектор, або ж унаслідок придбання цінних паперів відбувається лише зміна їхнього власника, водночас отримані від продажу кошти не буде спрямовано в реальний сектор. Тож можна стверджувати, що інституційний механізм не обов'язково забезпечує надходження

Інвестори: фізичні та юридичні особи



Інституційні установи:

(фонди взаємного інвестування (пайові і корпоративні), пенсійні фонди, страхові компанії, інші фінансові фонди і компанії)

Вкладення грошей у фінансові інструменти (цінні папери)

**Боргові цінні папери
комерційних банків**
(заставні, іпотечні цінні папери)

Акції
Облігації
(державні, корпоративні) тощо

Первинний ринок – відбувається перерозподіл коштів як між суб'єктами фінансового сектору, так і між фінансовим і реальним секторами:

- інвестування коштів інституційних інвесторів у реальний сектор;
- кредитування комерційними банками реального сектору за рахунок коштів, отриманих від сек'юритизованих і проданих боргів

Вторинний ринок – не відбувається перерозподілу коштів між фінансовим і реальним секторами економіки. Кошти інституційних інвесторів перерозподіляються в межах фінансового сектору і тільки опосередковано полегшують залучення інвестиційних ресурсів підприємствами реального сектору в майбутньому

Рис. 1.10. Інституційно-банківський механізм інвестування

фінансових ресурсів саме в реальний сектор (навіть опосередковано), а отже, в результаті його функціонування розв'язується лише одна з окреслених вище проблем, а саме: збереження вартості й забезпечення певного рівня доходності коштів індивідуальних інвесторів.

Натомість банківський інвестиційний механізм може забезпечити надходження фінансових ресурсів у реальний сектор завдяки наявності додаткової функції – кредитування. Частина коштів із фінансових ринків може стати джерелом довгострокових і масштабних кредитів для підприємств.

Щодо задоволення інтересів індивідуальних та інституційних інвесторів розглянуті механізми не мають принципових відмінностей.

Прикладом того, що саме поєднання можливостей небанківських фінансових установ і банківських структур дає змогу здійснювати рух коштів, зосереджених в інституційних посередників, не тільки між суб'єктами й учасниками фінансового сектору, а й між фінансовим і реальним секторами економіки, є функціонування дворівневого іпотечного ринку та механізмів рефінансування іпотечних кредитів у розвинених країнах.

За цієї схеми рефінансування кредити банків завдяки сек'юритизації (випуск заставних та інших іпотечних цінних паперів) перетворюються на додаткові інструменти залучення коштів. Продаючи заставні та інші іпотечні цінні папери фінансовим посередникам (інвестиційним фондам, інвестиційним компаніям, страховим компаніям і пенсійним фондам), комерційні банки розширюють джерела отримання довгострокових фінансових ресурсів, а отже і свої можливості з обсягів здійснення кредитування будівельної галузі. А фінансові інститути, купуючи заставні (чи інші іпотечні цінні папери), розширюють свої можливості щодо управління довіреними їм коштами й забезпечення прибутків для індивідуальних інвесторів, купуючи конкурентний, надійний та дохідний борговий цінний папір.

Аналогічно до цього через взаємодію банківських та інституційних інвесторів досягається і збільшення капіталізації інвестицій в інших сферах економіки. Перетворюючи борги й кредитні ризики на цінні папери та похідні цінні папери (кредитні деривативи), а також об'єднуючись із пенсійними фондами, страховими компаніями, інвестиційними компаніями та іншими фондами у фінансові холдинги (або створюючи власні страхові компанії, інвестиційні фонди, пенсійні фонди тощо), банківські установи можуть наростити капіталізацію інвестиційних ресурсів і розширюють свої можливості щодо банківського інвестування.

Висновки щодо взаємодії кредитного ринку з іншими фінансовими ринками

1. Кредитний та інші види фінансових ринків взаємодіють і доповнюють один одного, формуючи модель ринку фінансових послуг країни.
2. Банки взаємодіють з усіма фінансовими ринками:
 - на кредитно-депозитному ринку банки є основними посередниками у разі перерозподілу фінансових ресурсів від кредиторів до позичальників;

- на валютному ринку банки здійснюють розрахункові й конверсійні операції з іноземною валютою, а також є основними посередниками у разі перерозподілу валютних коштів між кредиторами й позичальниками;
- на ринку цінних паперів банки є емітентами цінних паперів, проводять операції купівлі-продажу цінних паперів, надають послуги андеррайтингу на ринку цінних паперів;
- на страховому ринку банки є постачальниками об'єктів і суб'єктів страхування для страхових компаній (рухоме і нерухоме майно, що продається в кредит, самі позичальники, кредитні ризики комерційних банків тощо);
- на ринку інвестицій співпраця кредитних установ (комерційних банків) з інвестиційними посередниками сприяє переливу капіталів не тільки між секторами фінансових ринків, а й між фінансовим і реальним секторами економіки.

3. Своєю чергою, некредитні посередники фінансових ринків (фондового ринку, ринку спільного інвестування, страхового ринку) інвестують кошти в банківську систему та в кредитні інструменти (боргові цінні папери):

- користуючись депозитними послугами банків або установ кредитної кооперації в національній та іноземній валютах;
- здійснюючи конверсійні валютні операції через банки;
- купуючи цінні папери комерційних банків з метою інвестування акумульованих у своєму розпорядженні коштів;
- об'єднуючись у фінансові холдинги й розширюючи сферу своїх послуг, коло клієнтів і прибутки від функціонування в таких холдингах.

Загалом, зважаючи на сучасні тенденції розвитку фінансових технологій у грошовій, кредитній та банківській сферах, цифровізацію систем розрахунків, кредитних відносин, можна прогнозувати зміни організаційного й регулятивного характеру для кредитного та банківського секторів, ще більшу їх глобальність і взаємну інтегрованість між країнами. Але в будь-якому форматі банківський сектор і кредитний ринок залишатимуться основними об'єктами монетарного впливу.

1.4. Інституційні основи грошово-кредитного сектору та монетарних заходів

Ефективність реалізації будь-якої політики залежить від злагодженої організації державної системи: від міцності її інститутів та якості нормативно-правової бази, що є фундаментальними для успішного функціонування суспільства.

Систему інституційного забезпечення функціонування монетарної політики на прикладі України наведено на рис. 1.11.

Верховна Рада України – вищий законодавчий орган країни, що ухвалює закони та положення – необхідну нормативно-правову базу для юридичного визначення відповідальних інститутів за реалізацію монетарної політики.

Основні закони, що регулюють ситуацію на грошово-кредитних ринках:

- «Про платіжні послуги»,
- «Про валюту і валютні операції»,
- «Про Національний банк України».



Рис. 1.11. Інституційна система забезпечення функціонування монетарної політики в Україні

«Про банки і банківську діяльність»,

«Про споживче кредитування»,

«Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» та ін.

Закон України «Про платіжні послуги» визначає поняття й загальний порядок виконання платіжних операцій в Україні, встановлює виключний перелік платіжних послуг і порядок їх надання, категорії надавачів платіжних послуг та умови авторизації їхньої діяльності, визначає загальні засади функціонування платіжних систем в Україні, загальні засади випуску й використання в Україні електронних грошей та цифрових грошей Національного банку України, установлює права, обов'язки та відповідальність учасників платіжного ринку України, визначає загальний порядок здійснення нагляду за діяльністю надавачів платіжних послуг, надавачів обмежених платіжних послуг, порядок здійснення оверсайту платіжної інфраструктури.

Закон України «Про валюту і валютні операції» визначає правові засади здійснення валютних операцій, валютного регулювання та валютного нагляду, права й обов'язки суб'єктів валютних операцій та уповноважених установ і встановлює відповідальність за порушення ними валютного законодавства. Метою цього закону є забезпечення єдиної державної політики у сфері валютних операцій та вільного здійснення валютних операцій на території України.

Закон України «Про банки і банківську діяльність» визначає структуру банківської системи, економічні, організаційні й правові засади створення, діяльності, реорганізації та ліквідації банків. Метою цього закону є правове забезпечення захисту законних інтересів вкладників та інших клієнтів банків, сталого розвитку й стабільності банківської системи, а також створення сприятливих умов для розвитку економіки України та належного конкурентного середовища на фінансовому ринку.

Закон України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» встановлює загальні правові засади у сфері надання фінансових послуг, здійснення регулятивних і наглядових функцій за діяльністю з надання фінансових послуг. Метою цього закону є створення правових основ для захисту прав та інтересів клієнтів фінансових установ, фізичних осіб – підприємців, які надають фінансові послуги, правове забезпечення діяльності й розвитку конкурентоспроможного ринку фінансових послуг в Україні, правове забезпечення єдиної державної політики у фінансовому секторі України.

Закон України «Про споживче кредитування» визначає загальні правові й організаційні засади споживчого кредитування в Україні відповідно до міжнародно-правових стандартів у цій сфері.

Крім нормативно-правової бази, інституційну основу грошово-кредитного сектору і, відповідно, заходів монетарного впливу формує банківська система країни.

Банківська система – це законодавчо визначена, чітко структурована сукупність фінансових посередників, які займаються банківською діяльністю на постійній професійній основі і функціонально пов'язані в самостійну економічну структуру.

Здебільшого банківська система має два рівні (рис. 1.12). Перший рівень банківської системи – це центральний банк, інституційний центр і суб'єкт монетарної політики, в Україні – Національний банк України (НБУ). Другий рівень – це комерційні банки в країні.

Перший рівень банківської системи, **центральний банк (ЦБ)** – державний орган управління з покладеними на нього особливими функціями у сфері грошово-кредитних відносин і банківської діяльності. Є самостійною юридичною особою, комерційною організацією, майно ЦБ відокремлено від майна держави, центральний банк може ним розпоряджатись як власник.

Правові основи діяльності центральних банків визначено в Конституції країни, законах про центральні банки та в їхніх статутах, законах про банки і банківську діяльність, валютному законодавстві.

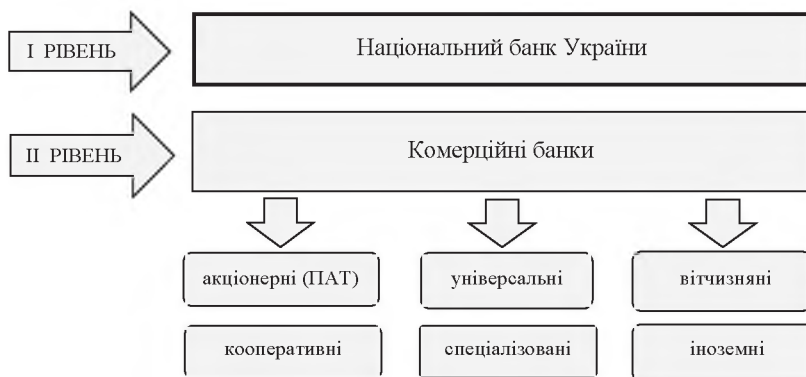


Рис. 1.12. Структура й рівні банківської системи

Форми власності центральних банків:

- державна власність, 100 % капіталу належить державі (Франція, Німеччина, Україна, Велика Британія, Канада);
- приватна (акціонерна) власність, капітал центральних банків належить комерційним банкам (США) або іншим фінансовим установам, комерційним банкам та страховим компаніям (Італія);
- змішана форма власності, коли частиною капіталу володіє держава, а частиною – приватні власники (Австрія, Швейцарія, Японія, Бельгія).

Приклади складу акціонерів центральних банків

Банк Греції

91.07 % + 8.93 % (приватний сектор + держава)

Банк Італії

комерційні банки, страхові компанії, інвестиційні фонди,
інститути спільного інвестування, пенсійні фонди

Банк Японії

55 % + 45 % (держава + приватний сектор)

Національний банк Бельгії

50 % + 50 % (держава + приватний сектор)

Національний банк Швейцарії

52 % + 48 %

держава (кантони та кантональні банки) + приватний сектор

ФРС США

капітали резервних банків повністю належать
приватним банкам відповідного штату

Підзвітність центральних банків

Зазвичай центральні банки підзвітні вищому законодавчому органу країни.

Ступені незалежності центральних банків від органів виконавчої влади

1. Найбільш незалежні від державних органів (у законодавстві країн немає норм щодо втручання уряду в грошово-кредитну політику, що регулюється ЦБ) центральні банки Австрії, Німеччини, Швейцарії.

2. Частково незалежні від державних органів (за чинним у країні законодавством підзвітні різним органам влади) центральні банки в Канаді, США, Нідерландах, Японії.

3. Прикладом країни, де в законодавстві закріплено право уряду на втручання в діяльність центрального банку, є Італія.

Керівні органи центральних банків можуть існувати у форматі: Правління центрального банку, голови Правління центрального банку, голови центрального банку, Ради центрального банку тощо.

Керуючого центральним банком або призначає президент країни, або обирає вищий законодавчий орган державної влади на різні строки.

Цілі діяльності ЦБ – забезпечення стабільного неінфляційного розвитку економіки, зокрема: цінова стабільність, фінансова стабільність, зайнятість (ФРС США).

Національний банк України

Національний банк України створений у 1991 р. згідно із Законом України «Про банки і банківську діяльність». Правові основи його діяльності визначено в Конституції України, Законах України «Про Національний банк України», «Про банки і банківську діяльність», у валютному законодавстві країни.

Керівними органами Національного банку є Рада Національного банку України та Правління Національного банку України (рис. 1.13).

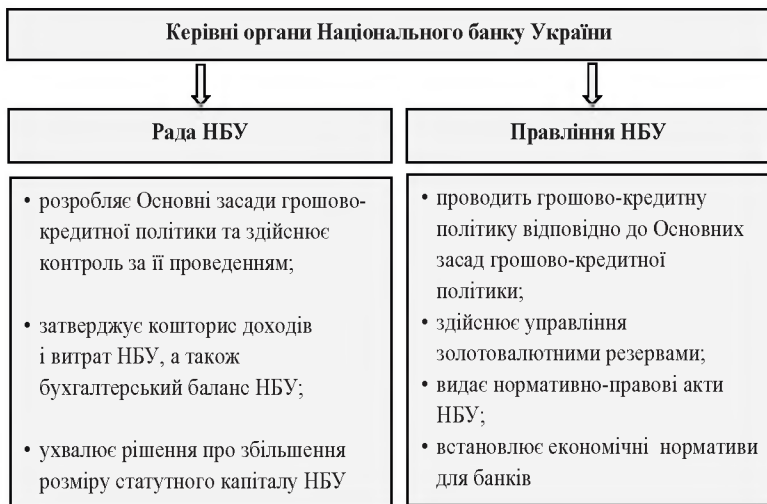


Рис. 1.13. Розподіл повноважень керівних органів Національного банку України

Згідно із Законом України «Про Національний банк України»
Національний банк України виконує такі функції:

- відповідно до розроблених Радою Національного банку України Основних засад грошово-кредитної політики визначає та проводить грошово-кредитну політику;
- монопольно здійснює емісію національної валюти України та організує готівковий грошовий обіг;
- забезпечує накопичення та зберігання золотовалютного резерву та здійснення операцій із золотовалютним резервом та банківськими металами;
- є кредитором останньої інстанції для банків і організує систему рефінансування;
- здійснює банківське регулювання та нагляд на індивідуальній та консолідованій основі;
- представляє інтереси України в центральних банках інших держав, міжнародних банках та інших кредитних установах, де співробітництво здійснюється на рівні центральних банків;
- здійснює інші функції у фінансово-кредитній сфері в межах своєї компетенції, визначеної законом.

Другий рівень банківської системи країни формують комерційні банки, що є основними (найвагомішими) суб'єктами-посередниками грошового, валютного та кредитного ринків, а також інших фінансових ринків.

Комерційний банк – кредитно-фінансовий інститут, що спеціалізується на прийманні депозитів, короткостроковому кредитуванні та розрахунковому обслуговуванні клієнтів. Може провадити також і посередницьку діяльність.

Комерційний банк – це:

- фінансовий посередник (макроекономічні підходи), оскільки банк є учасником руху капіталу в процесі суспільного відтворення;
- підприємство, що продукує власний продукт (мікроекономічні підходи), оскільки банк є комерційною структурою, яка як вироблений продукт пропонує на ринку свої фінансові послуги.

Серед фінансових посередників комерційні банки посідають ключове місце, тому що:

- через розрахункові операції на банки припадає більша частка в перерозподілі позичкових капіталів на грошовому ринку, ніж на будь-який інший вид фінансових посередників;

- банки за своїм функціональним призначенням беруть участь у формуванні пропозиції грошей і мають можливість безпосередньо впливати на ринкову кон'юнктуру й економічне зростання, а інші посередники такої можливості не мають;
- банки мають можливість надавати економічним суб'єктам широкий асортимент різних послуг, тоді як інші посередники спеціалізуються на окремих, часто обмежених фінансових операціях.

Мета діяльності комерційного банку – прибуток.

Функції комерційних банків

1. Трансформаційна функція – зміна (трансформація) якісних характеристик грошових потоків, що проходять через банки:

- трансформація строків;
- трансформація обсягів;
- трансформація ризиків;
- просторова трансформація.

2. Емісійна функція – створювати додаткові платіжні засоби і спрямовувати їх в обіг, збільшуючи пропозицію грошей, або ж вилучати їх з обігу, зменшуючи пропозицію грошей.

Роль комерційних банків в економіці

1. Виконуючи свою трансформаційну функцію, комерційні банки впливають на якісні зміни грошової маси. Банки впливають на прискорення обороту капіталу в процесі відтворення, сприяють розширенню обсягів і підвищенню ефективності суспільного виробництва.

2. Виконуючи свою емісійну функцію, комерційні банки впливають на кількісні зміни в грошовій масі (її збільшення чи скорочення). Банки сприяють забезпеченню потреб обороту в платіжних засобах, зміцненню договірної і платіжної дисципліни в господарстві, удосконаленню та зміцненню грошового обігу.

Свої функції комерційні банки реалізують через банківські послуги.

Первинні (базові) послуги комерційних банків:

- депозитні послуги (приймати грошові вклади від клієнтів);
- кредитні (позичкові) послуги;
- розрахункові послуги (здійснювати розрахунки між клієнтами).

Вторинні послуги комерційних банків:

- інвестиційні вкладення;

- портфельне управління;
- трастові, заставні, консалтингові послуги;
- посередництво на фінансових ринках;
- депозитарні операції та ін.

Центральний банк і комерційні банки формують банківську систему в країні.

Цілі діяльності банківської системи:

- забезпечення суспільного нагляду й регулювання банківської діяльності з метою узгодження інтересів окремих банків із загально-суспільними інтересами;
- забезпечення надійності й стабільності функціонування банківської системи з метою стабілізації грошей та безперебійного обслуговування економіки.

Функції банківської системи

Трансформаційна функція

У межах банківської системи потенціал спеціалізованих банків може бути збільшений за рахунок універсальних банків. Наприклад, Ощадбанк України спеціалізується на депозитних операціях, а в межах банківської системи він може запропонувати мобілізовані кошти банкам, що виконують кредитні операції.

Емісійна функція – ключова.

Банківська система управляє пропозицією грошей.

Стабілізаційна функція – забезпечення стабільності банківської діяльності та грошового ринку.

Банківська система виконує стабілізаційну функцію через:

- ухвалення низки законів та інших нормативних актів, що регулюють діяльність банківської системи: від центрального банку до вузькоспеціалізованих комерційних банків;
- створення дієвого механізму державного контролю й нагляду за дотриманням цих законів і за діяльністю банків.

Міжнародні фінансові організації

Інституційна система забезпечення монетарної політики не обмежується лише національним рівнем. Оскільки Україна, як і більшість інших країн світу, є активним учасником глобальної фінансової співпраці, інституційними учасниками монетарного сектору є також міжнародні фінансові організації:

- Міжнародний валютний фонд;
- Світовий банк (представлений чотирма інституціями – Міжнародним фондом реконструкції та розвитку, Міжнародною асоціацією розвитку, Міжнародною фінансовою корпорацією та Багатостороннім агентством з гарантування інвестицій);
- Європейський банк реконструкції та розвитку.

Міжнародні фінансові організації є важливою складовою частиною світової фінансової системи, вони прямо або опосередковано впливають на розвиток окремих країн і світового господарства загалом.

Необхідність створення міжнародних фінансових організацій для регулювання світової валютної системи стала зрозумілою ще під час Великої депресії 1930-х років. Недовіра до паперових грошей у період фінансової кризи зумовила підвищення попиту на золото в розмірах, що перевищували запаси країн. У зв'язку з цим Велика Британія і низка інших країн відмовилися від золотого стандарту, що значно ускладнило міжнародну торгівлю. Країни почали накопичувати золото й ту грошову валюту, яку можна було використати для купівлі благородного металу. Як наслідок, порушилося співвідношення між вартістю різних грошових одиниць, відбувся спад грошових операцій, зростало безробіття і знижувався рівень життя. Необхідність узгодження фінансових політик країн спричинила пошук нових ідей щодо світового фінансового розвитку.

У липні 1944 р. на Бреттон-Вудській конференції (Нью-Гемпшир, США) було ухвалено рішення про започаткування нової валютної системи і створення Міжнародного валютного фонду. Станом на початок 2024 р. членами Міжнародного валютного фонду і Світового банку є 190 країн. Нині МВФ та Група організацій Світового банку є основними кредиторами з-поміж міжнародних організацій.

Міжнародний валютний фонд (МВФ). Організаційно МВФ побудований як акціонерна структура. Кожна держава-член має власні квоти-частки в капіталі фонду, розподілені як спеціальні права запозичення (СПЗ).

Основні завдання МВФ під час його створення:

- розвиток міжнародної торгівлі і міжнародного співробітництва завдяки встановленню норм регулювання валютних курсів і контролю за їх дотриманням;
- підтримання стабільності валютних паритетів;

- усунення валютних обмежень і розроблення багатосторонньої системи платежів;
- надання кредитів своїм членам у разі виникнення валютних ускладнень, спричинених проблемами платіжних балансів.

Однією з важливих функцій МВФ є допомога в регулюванні платіжних балансів країн, що охоплює удосконалення методики складання платіжних балансів, їх уніфікацію; збір, аналіз інформації щодо платіжних балансів різних країн світу та її оприлюднення; надання консультацій державам-членам щодо врегулювання платіжних балансів.

Основні напрями діяльності МВФ сьогодні:

- забезпечення міжнародного співробітництва у валютній сфері;
- фінансова допомога країнам-членам;
- надання консультаційної та технічної допомоги.

У межах фінансової допомоги МВФ надає позики (рис. 1.14) країнам-членам, щоб вирівняти платіжні баланси країн і підтримати стабільність національної валюти. Основа реформ від МВФ – монетаристська концепція, що базується на залежності між величиною

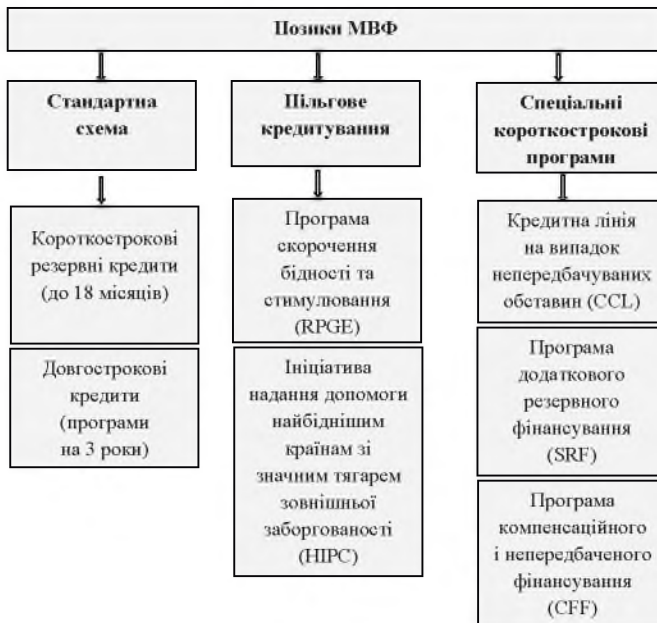


Рис. 1.14. Види позик МВФ

грошової маси в країні, обсягом сукупного попиту та платіжним балансом.

Система кредитування від МВФ передбачає використання різних механізмів кредитної співпраці.

1. Звичайний механізм

Механізм резервних часток (Reserve Tranche). Кожна країна має резервну частку в розмірах 25 % від квоти, у межах резервної позиції країна може отримати кошти у МВФ автоматично, без попередньої згоди МВФ. Цю операцію розглядають як вилучення країною іноземної валюти, внесеної попередньо у Фонд, тому немає комісійних зборів і ставок процента.

Угода про резервні кредити (Stand-by Arrangements, SBA). Країна зможе автоматично отримувати іноземну валюту в обмін на національну на суму, зазначену в договорі. Призначення кредитів: макроекономічні стабілізаційні програми. Термін: 12–24 місяці. Погашення – через три роки протягом перших двох років. Становить близько половини всіх кредитних операцій МВФ.

Механізм розширеного фінансування (Extended Fund Facility, EFF). Кредитування на основі середньострокових програм розширеного фінансування на період до трьох років для подолання проблем із платіжним балансом. Купівлю іноземної валюти проводять траншами. Кредити надають за рахунок власних ресурсів МВФ. Повернення – 12 рівних внесків протягом 4,5–10 років з дати кожної купівлі.

Механізм додаткового фінансування (Supplementary Financing Facility, SFF). Передбачає використання Фондом запозичених ресурсів для додаткового фінансування. Надається країнам, які мають хронічний дефіцит платіжного балансу. Надання кредитів на умовах, близьких до ринкових. Термін: 12 місяців – 3 роки.

Компенсаційне фінансування. Формується з Фонду компенсаційного фінансування і фінансування в разі виникнення непередбачуваних обставин. Компенсація втрат від експортної виручки, а також втрат, пов'язаних із різким зростанням цін на зерно, що імпортується, втрат, зумовлених зовнішніми чинниками.

Фінансування системних змін. Спрямоване на подолання труднощів, пов'язаних із реалізацією економічних реформ і переходом до ринкової економіки.

Фінансування буферних запасів. Допомога у створенні міжнародних буферних запасів сировинних товарів за наявності проблем

із платіжними балансами, що виникають у зв'язку з несприятливою кон'юктурою на світових товарних ринках. Термін: 3–5 років, обсягом 45 % квоти.

2. *Механізми допомоги країнам із низьким рівнем доходів.* Розробляється програма фінансової політики. Процентна ставка – 0,5 % річних протягом 10 років. Інший механізм – на 3 роки 190 % квоти, за виняткових обставин – 255 % квоти.

3. *Надзвичайна допомога* – у формі купівлі товарів для розв'язання проблем із платіжним балансом, що виникли внаслідок стихійних лих.

Характерні риси кредитування від МВФ

1. Строки кредитування від МВФ – 3–5 років. За надання кредиту МВФ бере разовий комісійний збір у розмірі 0,5 % від суми і встановлює процентну ставку, яка базується на ринковому котируванні.

2. Максимальна сума кредитної допомоги від МВФ, яку може отримати країна-позичальник, зазвичай не перевищує трикратного розміру її квоти.

3. Надання кредитів МВФ супроводжується певними вимогами (див. табл. 1.7), зокрема:

- забезпечення активного сальдо платіжного балансу;
- стабілізація внутрішнього попиту за рахунок обмеження державних видатків;
- використання позик на фінансування виробничої сфери;
- забезпечення бездефіцитності державного бюджету за рахунок скорочення державних видатків і стримування інфляції;
- проведення ефективної податкової політики;
- стабілізація грошового обігу, що передбачає проведення девальвації національної валюти, а в певних випадках і грошових реформ;
- скасування контролю за цінами і заробітною платою, вільний доступ імпортованих товарів;
- реалізація структурної перебудови економіки: роздержавлення підприємств, розвиток експортних галузей;
- забезпечення стабільності політичної ситуації в країні та ін.

4. Кредитування здійснюється переважно у формі кредитних ліній, через транші «stand-by» відбувається надання кредитних коштів частками по 25 % від квоти позичальника на підтримання макро-економічних стабілізаційних програм.

Таблиця 1.7

Вимоги МВФ до України протягом 1994–2020 рр.

Кредит	Вимоги
1994 Механізм фінансування системних змін (отримано 0,8 млрд дол.)	• Зниження темпів інфляції • Зменшення різниці між офіційним і ринковим курсами • Підвищення реальних процентних ставок
1995–1998 Stand-by (отримано 1,9 млрд дол.)	• Скорочення дефіциту держбюджету до 3,3 % від ВВП • Нарощення імпорту • Скасування частини податкових виключень • Скорочення субсидій • Уповільнення падіння ВВП до 10 % на рік
1998–2002 Механізм розширеного фінансування (отримано 1,6 млрд дол.)	• Зростання ВВП на 4 % до 2001 р. • Рівень інфляції менший за 7 % до 2001 р.
2008–2009 Stand-by (отримано 10,6 млрд дол.)	• Плаваючий валютний курс • Посилення незалежності НБУ • Ліквідація проблемних банків • Рекапіталізація банків • Коригування політики в енергетичному та соціальному секторах
2010–2013 Stand-by (отримано 3,4 млрд дол.)	• Податкова та пенсійна реформи • Реформа енергетичного сектору • Посилення незалежності НБУ • Банківська реформа
2014–2015 Stand-by (отримано 4,3 млрд дол.)	• Обмеження практики спрощеного оподаткування • Скасування мораторію на продаж землі • Підвищення тарифів на послуги ЖКГ • Підвищення пенсійного віку • Банківська реформа • Реформа газового сектору • Скорочення бюджетних витрат
2015–2018 Програма розширеного фінансування (отримано 8,7 млрд дол.)	• Ліквідація неплатоспроможних банків • Легалізація видобутку бурштину та грального бізнесу • Пенсійна реформа • Розділення тарифів на газ та його доставку • Скасування мораторію на продаж землі с/г призначення

Кредит	Вимоги
2018–2020 Stand-by	• Підвищення тарифів на газ та опалення до рівня ринкових • Поділ ДФС на дві юрособи: податкову та митну служби • Зміна правил НБУ, які передбачатимуть зменшення регулятивного капіталу на обсяги кредитів • Закон, який перегляне розподіл повноважень з нагляду над фінансовими посередниками (т. зв. закон про «спліт») • Звітування про прогрес у відновленні активів і в судових процесах щодо чотирьох державних банків. Продаж активів збанкрутілих банків на суму 20 млрд грн
2020 Stand-by	• Призначення до ВАСУ 35 антикорупційних суддів із бездоганною репутацією та професійними навичками • Вжиття НБУ заходів до банків, які не відповідають вимогам щодо капіталу • Завершення зовнішнього аудиту НАБУ • Незалежність НБУ та дотримання політики плаваючого валютного курсу • Рівень інфляції нижчий за 7 % до кінця 2019 р. та нижчий за 5 % до кінця 2020 р.

5. Перебіг виконання зафіксованих домовленостей контролюється через реалізацію відповідних критеріїв. Отримати наступні кредити-транші можна тільки за умови досягнення етапних проміжних цілей.

6. Розширене фінансування на середньостроковий період (до 5 років) здійснюється у разі хронічного порушення рівноваги платіжного балансу.

У табл. 1.8 наведено кількісні характеристики кредитних програм МВФ для України.

Членство у МВФ є передумовою членства у Світовому банку.

Світовий банк з моменту свого заснування мав на меті доповнювати міжнародні функції МВФ через фінансування інфраструктури окремих країн. Початкова його мета – фінансування зруйнованої Другою світовою війною Європи, реалізація «плану Маршалла».

Таблиця 1.8

Кредитні програми України з МВФ за останні 20 років (станом на 13.12.2023)

	Доступні ресурси, млрд дол.	Отримано коштів, млрд дол.	Кількість отриманих траншів	Вибірка коштів, %	Повернуто вибраних коштів, %
2008 SBA	16,4	10,6	3	65	100
2010 SBA	15,2	3,4	2	23	100
2014 SBA	17,0	4,6	2	27	100
2015 EFF	17,0	8,5	4	50	67 (до 2027)
2018 SBA	3,9	1,4	1	36	88 (до 2023)
2020 SBA	5,0	2,8	2	56	19 (до 2026)
2022 RFI *	2,7	2,7	2	100	0 (2025–2027)
2023 EFF (поточна)	15,5	4,5	3	29	0 (2027–2033)

* Екстрене фінансування

Нині Світовий банк кредитує довгострокові проекти і програми розвитку, фінансує структурні перетворення в країнах.

До Групи Світового банку входять:

1. Міжнародний банк реконструкції та розвитку (МБРР). Членство в МБРР є передумовою членства в інших структурах Групи Світового банку. Структура та функції МБРР охоплюють:

- надання країнам, що розвиваються, позик для виробничих цілей: розвитку сільського господарства і міських районів, енергетики, надання кредитів на конкретні проекти;

- надання позик країнам, що розвиваються, на створення в них інфраструктури: шосейних і залізничних доріг, електрозв'язку та енергетичних установок, а також на освіту, охорону здоров'я та підготовку кадрів;

- надання кредитів країнам, що розвиваються, а також бідним країнам, які спроможні виплачувати процентні ставки, близькі до ринкових;

- надання технічної допомоги країнам, що розвиваються;

- підготовка й реалізація фінансованих проектів, включно з визначенням об'єкта, проведенням попередньої підготовки, оцінюванням

вартості проєкту, практичною реалізацією проєкту та перевіркою результатів;

- проведення досліджень в економічній та науково-технологічній сферах, у питаннях кредитної, інвестиційної та технічної допомоги;
- фінансування проєктів і діяльності країн, що розвиваються, з охорони навколишнього середовища;
- організація та проведення семінарів для представників країн, що розвиваються, надання інформації про розвиток окремих країн і секторів економіки.

2. Міжнародна асоціація розвитку (МАР), що відповідає за кредитування проєктів у найбільш бідніших країнах задля їхнього економічного розвитку (кредити надаються в іноземній валюті на оплату імпорту товарів і послуг обов'язково через торги, аукціони); сприяння в проведенні економічних реформ; проведення експертизи проєктів, що фінансуються.

3. Міжнародна фінансова корпорація (МФК), що відповідає за фінансування підприємництва в країнах-членах через надання кредитів безпосередньо приватним компаніям без гарантій з боку держави терміном на 7–12 років.

4. Багатостороннє агентство з гарантування інвестицій (БАГІ).

5. Міжнародний центр з урегулювання інвестиційних спорів (МЦУІС).

Функції установ-членів Групи Світового банку дещо різняться, однак загалом діяльність Світового банку спрямована на кредитування розвитку окремих сфер світової економіки.

Кредиторами від Групи Світового банку є МБРР, МАР та МФК.

Характерні риси кредитування від Світового банку

Фінансові ресурси Міжнародного банку реконструкції та розвитку (МБРР) утворюються через внески країн-членів, позики на міжнародних ринках боргового капіталу та банківський прибуток.

Кредитування в МБРР передбачає надання позик на терміни 15–20 років під 6–8 % річних із п'ятирічним пільговим періодом, коли сплачуються тільки відсотки. Умови надання кредитів МБРР залежать від категорії позичальника: країни з високим рівнем доходів на душу населення отримують позики на термін 15 років, із середнім рівнем доходів – 17 років, із низьким рівнем доходів – на 20 років. Повернення основної суми кредиту, виплата відсотків є обов'язком центральних банків країн-членів МБРР.

Види кредитування МБРР – це системні та інвестиційні проекти.

Системні проекти МБРР орієнтовані на реформування секторів економіки, кошти від них спрямовуються в бюджет держави-реципієнта.

Інвестиційні проекти МБРР – на основі проведення тендеру МБРР інвестує кошти в діяльність певного суб'єкта – виробника товарів чи послуг.

Діяльність МБРР спрямована на надання кредитів, технічної допомоги, спільного фінансування, гарантій (табл. 1.9).

Ще один кредитор у межах Групи Світового банку – це *Міжнародна асоціація розвитку (МАР)*. Цілі діяльності Міжнародної асоціації розвитку: надання довгострокових кредитів, сприяння економічному розвитку та підвищенню продуктивності праці. МАР було створено у 1969 р. для надання фінансової допомоги найменш розвинутим країнам на менш жорстких умовах, ніж МБРР.

МАР кредитує найбідніші країни з доходом на душу населення менш ніж 2 долари на особу щоденно. МАР-кредити надаються на 35–40 років, мають 10-річний пільговий період, протягом наступних 10 років сплачується по 1 % кредиту на рік, а протягом наступних 30 років – по 3 % на рік.

Таблиця 1.9

Напрями діяльності Міжнародного банку реконструкції та розвитку

Вид діяльності	Призначення
Кредити	Конкретні проєкти в сільському господарстві, освіті, енергетиці, охороні довкілля, промисловості, енергопостачанні, транспорті, міському господарстві, водопостачанні. Структурна перебудова економіки, економічні реформи
Технічна допомога	Підтримання реформ у сільському господарстві, енергетиці, транспорті, підготовка кадрів та інституційних реформ
Спільне фінансування	Координація фінансової підтримки програм країн-членів
Гарантії	Покриття ризиків, пов'язаних із можливістю невиконання зобов'язань, із змінами в законодавстві, політичними подіями, природними катаклізмами, оголошенням дефолту
Трастові фонди	Мобілізація ресурсів на скорочення заборгованості членів банку, відбудову економіки після надзвичайних політичних чи природних катаклізмів, організація навчання та досліджень

Для отримання кредитів МАР країна повинна відповідати таким вимогам:

- річний дохід на душу населення не може перевищувати 835 дол. США;
- економічна стабільність у державі, що дасть змогу обслуговувати довгостроковий кредит;
- проблеми платіжного балансу;
- прагнення економічного розвитку.

Різниця між МБРР і МАР полягає в тому, що МБРР більшу частину своїх фінансових ресурсів отримує на світових фінансових ринках і надає позики країнам під більш низькі відсотки і з більшим терміном погашення, ніж комерційні банки, а МАР надає країнам, що розвиваються, безпроцентні кредити за рахунок внесків країн-донорів.

Також кредити Світового банку надає *Міжнародна фінансова корпорація* (МФК), створена у 1956 р. для стимулювання економічного зростання в країнах, що розвиваються, через заохочення приватного сектору. Фінансові ресурси МФК – це внески країн-членів, дивіденди, доходи від продажу акцій, кредити, дотації МБРР.

Кредитні програми МФК орієнтовані тільки на високорентабельні підприємства і надаються на 7–12 років із пільговим періодом до 4 років за ринковими цінами. Корпорація інвестує також в акції підприємств, що отримали кредит, а потім перепродає їх на вторинному ринку.

МФК мобілізує і доповнює приватний капітал, але не витісняє його (становить не більше ніж 25 % вартості проєкту). Важливою сферою діяльності МФК є технічна допомога, зокрема надання консультацій із підвищення ефективності залучення й використання іноземних інвестицій. У країнах СНД і Східної Європи МФК здійснює технічну підтримку процесів приватизації та розвитку ринків капіталу.

Окрім світових міжнародних інституцій, існують регіональні й міждержавні банки: Європейський інвестиційний банк, Азіатський банк розвитку, Африканський банк розвитку, Європейський банк реконструкції та розвитку та ін.

Зокрема, **Європейський банк реконструкції та розвитку (ЄБРР)** був створений у 1991 р. спеціально для надання фінансової допомоги країнам Центральної і Східної Європи. Капітал банку

формується за рахунок акціонерного капіталу, доходів від банківської діяльності, процентних платежів за надані кредити, здійснення портфельних інвестицій, надання консультацій.

Цілі діяльності ЄБРР:

- кредитування і надання практичної допомоги у вигляді технічного сприяння;
- організація спільних підприємств та участь в акціонерному капіталі компаній;
- технічна підтримка у формуванні нових фінансових інститутів;
- допомога в структурній перебудові та приватизації;
- залучення іноземного капіталу;
- навчання і перепідготовка кадрів;
- страхування інвестицій;
- надання гарантій та поручительств.

Характерні риси кредитування від ЄБРР

ЄБРР функціонує як самоокупна організація на комерційній основі і надає такі кредитні послуги для приватних структур з національним капіталом або змішаних приватних компаній:

- безпосередньо фінансує інвестиційні проекти приватного сектору;
- інвестує в акціонерний капітал конкурентоспроможних емітентів;
- заохочує вкладення в регіональні програми.

Терміни реалізації кредитних проектів – 5–10 років, але в окремих випадках можливе збільшення до 15 років. Близько 40 % обсягу кредитів ЄБРР надає державним установам, а 60 % – приватним підприємствам.

Налагодження партнерських відносин із міжнародно-фінансовими організаціями та узгоджених регулюючих заходів у світлі відкритих економік і взаємної інтегрованості фінансово-кредитних секторів може сприяти більш результативному монетарному регулюванню.

ЦЕ ВАРТО ЗНАТИ

(питання для самоперевірки)

Теоретично

1. Сучасні види і форми грошей: кредитно-депозитні, електронні та ін.
2. Грошові агрегати як інструменти для виміру та характеристики грошової маси.
3. Грошові та валютні системи. Складники (елементи) та їхня характеристика.
4. Світові грошові та валютні системи, історичний экскурс.
5. Грошовий ринок. Фактори попиту та пропозиції грошей.
6. Кредит, кредитний ринок, кредитна система.
7. Роль і функції кредиту та кредитного ринку в економіці.
8. Комерційні банки. Основні характеристики. Роль і функції для економіки.
9. Центральний банк. Основні характеристики. Роль і функції для економіки.
10. Міжнародні фінансові організації. Види, основні характеристики, кредитні програми для країн.

Практично (Дізнайся! Поміркуй! Обґрунтуй!)

1. Які товари/послуги можна придбати в Україні за розмінні монети (менше ніж 1 гривню)? Як це характеризує національну грошову одиницю? А в інших країнах?
2. Як можна довести, що позитивні очікування змін ринкової кон'юнктури скорочують попит на гроші в економіці?
3. Структура грошової маси та види грошових агрегатів в інших країнах і регіонах світу: США, ЄС, Велика Британія, Японія та ін.
4. Чи відрізняються грошові системи в різних країнах? Як саме?
5. Як кількісно оцінити рівень монетизації та валютизації економіки країни? Для чого це потрібно? Як це характеризує стан грошово-кредитного сектору, вподобання суб'єктів економіки та/або державну політику?

6. Множинні валютні курси. Характеристики такого режиму валютного курсоутворення. Коли доцільно їх використовувати? Наведіть приклади країн.
7. Кошик світових валют. Які валюти входять до кошика СПЗ (спеціальних прав запозичення)? Хто ухвалює рішення та на базі яких характеристик?
8. Наведіть приклади центральних банків із повною приватною власністю або зі змішаною власністю.
9. Охарактеризуйте функції центральних банків у різних країнах. Які між ними відмінності?

РОЗДІЛ 2

МОНЕТАРНА ПОЛІТИКА: ТЕОРЕТИЧНІ АСПЕКТИ

- 2.1. Поняття, складники, режими та цілі монетарної політики*
- 2.2. Канали та інструменти монетарної політики (монетарний трансмісійний механізм)*
 - 2.2.1. Процентний, кредитний та валютний канали впливу*
 - 2.2.2. Операції центрального банку на відкритому ринку (ОВР) та з депозитними сертифікатами (ОДС), резервна політика*

2.1. Поняття, складники, режими та цілі монетарної політики

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

Існують різні визначення поняття «монетарна (грошово-кредитна) політика».

Відповідно до Закону України «Про Національний банк України», грошово-кредитна політика – це комплекс заходів у сфері грошового обігу та кредиту, спрямованих на забезпечення стабільності грошової одиниці України через використання визначених цим законом засобів та методів. Цей закон визначає пріоритетною метою монетарної політики досягнення та підтримання цінової стабільності в державі. Національний банк України визначає середньострокову мету щодо рівня інфляції в Україні, а основним інструментом монетарної політики є облікова ставка.

Відповідно до концепції Європейського центрального банку, монетарна політика зосереджена на рішеннях центральних банків з метою впливу на вартість і доступність грошових коштів в економіці.

Монетарна політика визначає короткострокову відсоткову ставку як свій основний інструмент. Основною метою монетарної політики Європейського центрального банку є підтримання цінової стабільності (контроль інфляції на рівні нижче або близько 2 % у середньостроковій перспективі), що має сприяти економічному зростанню та створенню робочих місць.

Федеральна резервна система (ФРС) США визначає монетарну політику у США як дії та комунікацію ФРС з метою досягнення максимальної зайнятості, стабільних цін та помірних довгострокових відсоткових ставок. ФРС здійснює національну монетарну політику за допомогою управління рівнем короткострокових відсоткових ставок і впливу на загальну доступність та вартість кредитування в економіці. Монетарна політика безпосередньо впливає на короткострокові відсоткові ставки та опосередковано – на довгострокові ставки, обмінні курси, ціни акцій та інші активи. Інфляційний таргет встановлено на рівні 2 % у довгостроковій перспективі.

Монетарна політика є одним із видів макроекономічної політики, тобто сукупності заходів, за допомогою яких центральний банк впливає на стан кредитування й грошового обігу для контролю і регулювання пропозиції грошей, процентних ставок, ринків капіталу тощо.

Монетарна політика – це сукупність дій держави щодо грошово-кредитного регулювання за допомогою конкретних заходів і методів з метою досягнення основних цілей, як-от стабілізація рівня інфляції, досягнення й підтримання цінової стабільності країни.

У межах монетарної політики центральний банк, що має монопольне право на випуск грошей та зміну банківських резервів, здійснює вплив на економіку через зміну умов на грошово-кредитному ринку та управління короткостроковими відсотковими ставками.

Заходи монетарної політики, зокрема зміна облікової ставки центрального банку, мають на меті досягнення певних макроекономічних цілей: цільового рівня інфляції, реального випуску та зайнятості.

Монетарна (грошово-кредитна) політика – це один із напрямів макроекономічної політики у сфері грошового та фінансово-кредитного секторів. Монетарна (грошово-кредитна) політика складається із сукупності заходів, за допомогою яких центральний банк здійснює вплив на грошовий обіг, пропозицію грошей, процентні ставки і ринки капіталів з метою підтримання цінової та фінансової стабільності в країні.

Монетарна (грошово-кредитна) політика:

- це комплекс заходів, які держава в особі центрального банку здійснює в грошовому та фінансово-кредитному секторах і які спрямовано на досягнення визначених стратегічних цілей економічного розвитку країни;
- це комплекс заходів у сфері грошового обігу та кредиту, спрямованих на регулювання економічного зростання, стримування інфляції та забезпечення стабільності грошової одиниці, забезпечення зайнятості населення, вирівнювання платіжного балансу.

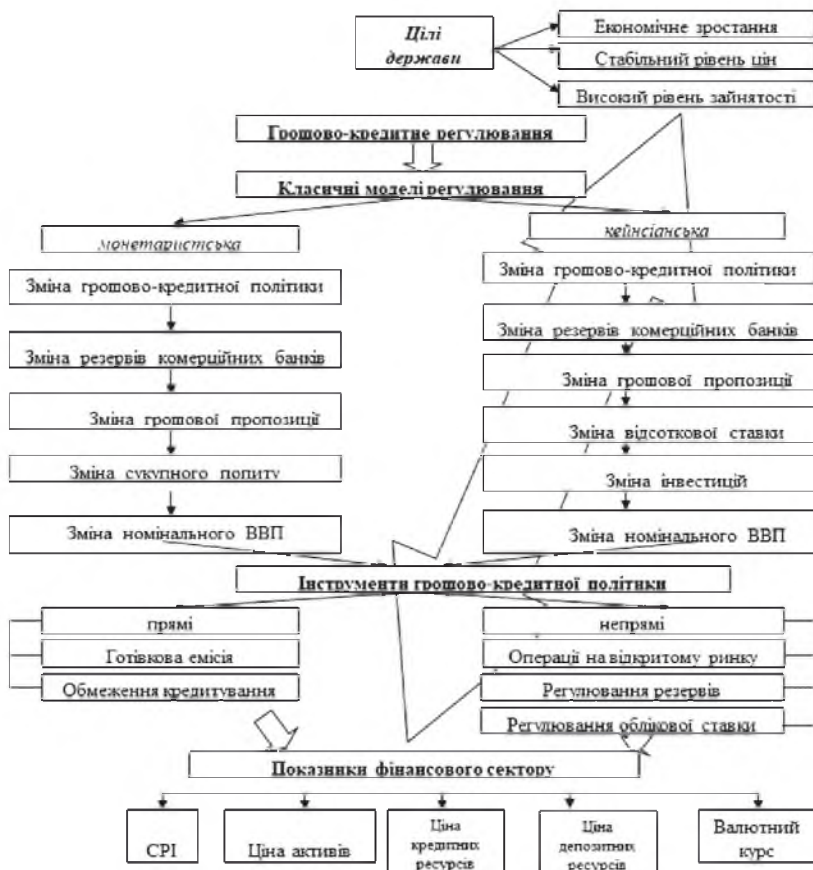


Рис. 2.1. Класичні моделі-підходи до грошово-кредитного впливу

Існують дві класичні моделі грошово-кредитного впливу на економіку країни: кейнсіанська та монетаристська (рис. 2.1–2.3).

Спільним є те, що, згідно з обома теоріями, розширення грошової пропозиції збільшує ВВП, і навпаки.

Кейнсіанська концепція грошово-кредитної політики базується на тому, що:

а) зміна грошово-кредитної політики змінює грошову пропозицію в країні;

б) зміна грошової пропозиції впливає на відсоткову ставку, впливаючи в такий спосіб на рівень інвестицій;

в) якщо ж економіка досягає повної зайнятості, зміни в інвестиціях впливають на номінальний ВВП через зміну рівня цін.

Кейнсіанці стверджують, що в цій схемі багато слабких позицій, унаслідок чого грошово-кредитна політика є ненадійним і менш ефективним каналом впливу на економіку порівняно з фіскальною політикою.

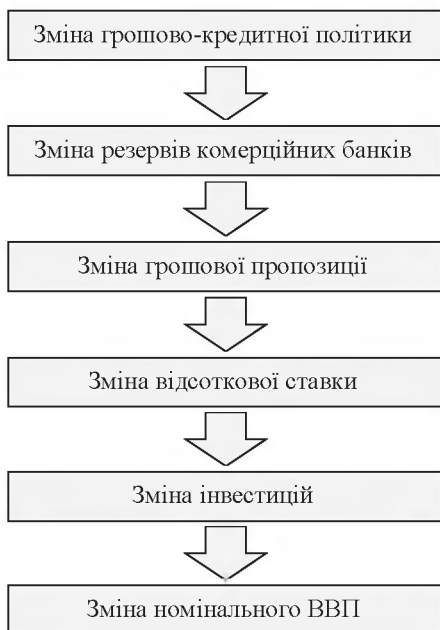


Рис. 2.2. Кейнсіанський підхід до грошово-кредитного впливу

Зокрема, грошово-кредитна політика стикається з такими обмеженнями й проблемами:

- 1) надлишкові резерви, які є наслідком політики дешевих грошей, можуть не використовуватися банками для розширення пропозиції грошей;
- 2) спричинена грошово-кредитною політикою зміна грошової пропозиції може бути частково компенсована зміною швидкості обігу грошей;
- 3) вплив кредитно-грошової політики послабитися, якщо крива попиту на гроші пологоа, а крива попиту на інвестиції крута, до того ж крива попиту на інвестиції може зміститися, нейтралізуючи грошово-кредитну політику.

На думку кейнсіанців, збільшення попиту на гроші провокує дуже незначне зростання відсоткової ставки, яка, впливаючи на круту криву попиту на інвестиції, спричинює несуттєве скорочення інвестиційних витрат, тобто буде витіснено малу кількість капіталовкладень.

Кейнсіанці визнають важливість кредитно-грошової політики, але вважають, що фіскальна політика – набагато сильніший і надійніший стабілізаційний засіб. Державні витрати безпосередньо входять до складу сукупних витрат, а вплив зміни оподаткування на споживання та інвестиції надійний і передбачуваний.

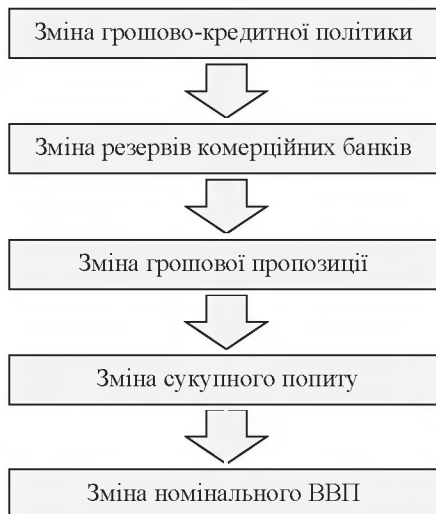


Рис. 2.3. Монетаристський підхід до грошово-кредитного впливу

Монетаристська схема грошово-кредитної (монетарної) політики базується на тому, що грошова пропозиція є основним фактором визначення номінального ВВП і логіка впливу та економічних змін рухається від змін у грошовій масі до змін у ВВП.

Фундаментальною тезою монетаризму є те, що грошова пропозиція – вирішальний фактор визначення рівня економічної активності й рівня цін. Монетаристи посиляються на високий ступінь позитивної кореляційної залежності між грошовою пропозицією і ВВП як на доказ свого положення про те, що гроші є вирішальним фактором економічної активності й рівня цін. Вони припускають, що грошова пропозиція – «причина», а ВВП – «наслідок».

З погляду монетаристів, економічна нестабільність породжується радше неправильним кредитно-грошовим регулюванням, ніж внутрішньою нестійкістю економіки. Монетаристи стверджують, що державні інститути намагаються контролювати відсоткові ставки з метою стабілізації інвестицій, а отже економіки. Але є проблема, яка полягає в тому, що державні інститути не можуть стабілізувати грошову пропозицію і відсоткові ставки одночасно, і варто стабілізувати не відсоткову ставку, а темпи зростання грошової пропозиції.

Отже, встановлюється таке монетарне правило: грошова пропозиція розширюється щорічно в тому самому темпі, що й щорічний темп потенційного зростання реального ВВП, тобто грошова пропозиція повинна чітко зростати на 3–5 % щороку.

Загалом, монетарна політика як окреме явище й канал впливу на економіку, незалежно від поглядів різних учених і практиків, охоплює монетарну стратегію та монетарну тактику (рис. 2.4).

Монетарна стратегія як складова частина монетарної політики – це система заходів, що передбачає декларування стратегічних (кінцевих) цілей, обрання проміжних цілей, реалізацію механізмів

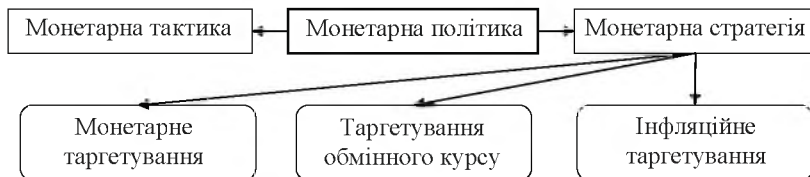


Рис. 2.4. Складники монетарної політики

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.

Стратегічні цілі монетарної політики з боку центрального банку фіксуються залежно від економічної і політичної ситуації в країні, її торговельних відносин, рівня міжнародних резервів та пріоритетів монетарної політики.

Стратегічні цілі монетарної політики можуть бути орієнтовані на:

1) *підтримання низьких темпів інфляції*, що є неодмінною умовою підтримання макроекономічної рівноваги економіки і стану визначеності для всіх суб'єктів економіки, оскільки стійкість грошової одиниці забезпечує можливості для довгострокових заощаджень та інвестицій;

2) *забезпечення стабільності національної валюти щодо курсового співвідношення з іншими валютами*, що є неодмінною 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 економіки на зовнішніх ринках і збалансування грошових і товарних потоків країни як учасника світового ринку є неодмінною умовою стабільного економічного розвитку країни;

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

Не можна досягнути всіх стратегічних цілей монетарної політики одночасно, оскільки окремі з них є несумісними між собою, а між різними інструментами можуть виникати певні розбіжності, які заважають їх одночасному застосуванню на мікро- та макрорівнях (рис. 2.5).

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

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

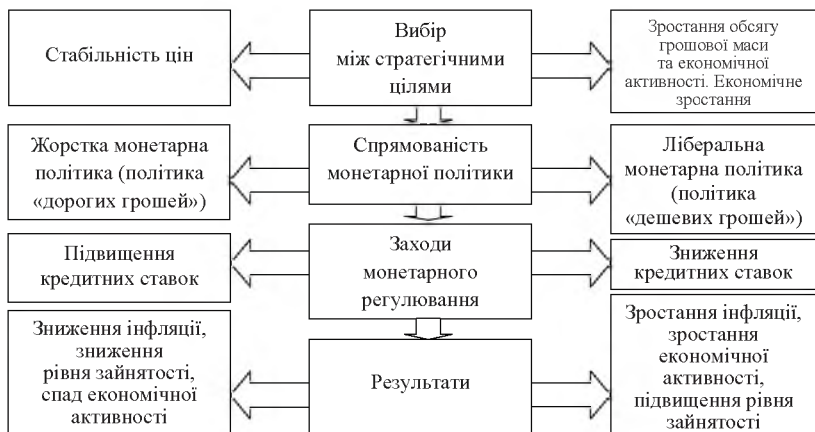


Рис. 2.5. Фактори несумісності стратегічних цілей монетарної політики

- монетарне таргетування (грошова маса – інфляція);
- таргетування валютного курсу (валютний курс – інфляція);
- інфляційне таргетування (проміжна мета збігається з кінцевою).

Таргетування (від англ. *target* – мета) – це встановлення й дотримання цільових орієнтирів чи кількісних параметрів обраних показників монетарної політики центральних банків.

1. 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 обігу. Це стратегія грошово-кредитної політики, спрямована на підтримання грошової стабільності, зосереджена на відхиленнях зростання кількості грошей від наперед оголошеного показника (орієнтиру). Основний інструмент такого режиму – це пропозиція грошей центральним банком.

За цього режиму грошова маса є ключовим фактором інфляції, тому монетарне таргетування передбачає такий комплекс заходів з управління пропозицією грошей, щоб кількість грошей в обігу суттєво не відхилялася від наперед визначеного показника.

На практиці таргетування грошової маси – це таргетування різних грошових агрегатів: M2, обсяг готівки в обігу тощо.

Суть монетарного таргетування полягає в тому, що центральний банк з огляду на цільовий показник інфляції, оцінку потенційного

зростання виробництва та динаміку швидкості обігу грошей у межах кількісного рівняння обміну ($MV = PY$) визначає цільовий темп росту грошових агрегатів і оголошує його громадськості.

Ефективність цього монетарного режиму можлива, якщо є стабільний зв'язок між зміною грошової маси та інфляцією.

Для запровадження монетарного таргетування в країні має бути важлива умова: попит на гроші всередині країни повинен бути стабільним. Це означає, що швидкість обертання грошей має бути приблизно на одному рівні протягом визначеного горизонту таргетування. Виконання цієї умови є доволі важким завданням для центрального банку. Причиною є те, що попит на гроші суттєво залежить від змін, які спостерігаються в суспільно-економічних відносинах, від стабільності міжнародних фінансових ринків тощо. Через це ефективність цього режиму є низькою в країнах із перехідною економікою.

2. Таргетування валютного (обмінного) курсу – це комплекс заходів, спрямованих на підтримання стабільності обмінного курсу щодо певної резервної валюти або кошика валют. Стратегія монетарної політики в цьому випадку полягає в дотриманні встановленого показника валютообмінного курсу національної грошової одиниці щодо іншої валюти чи групи валют.

Основний інструмент такого режиму – це інтервенції центрального банку на валютному ринку (купівля-продаж іноземної валюти).

Основною метою є мінімізація відхилення обмінного курсу від встановленого таргету або фіксація номінального курсу на певному значенні щодо іншої грошової одиниці.

Негативними виявами цієї стратегії є втрата незалежності центральним банком у здійсненні монетарної політики та перенесення інфляційних ризиків країни, до валюти якої здійснюється прив'язка. В умовах значних політичних та економічних ризиків, високих інфляційних очікувань і слабого інституційного розвитку таргетування обмінного курсу може бути дієвим інструментом, що може відновити довіру економічних агентів до національної валюти й зупинити стрімку інфляцію.

3. Інфляційне таргетування – це комплекс заходів, спрямованих на оголошення інфляційної мети як номінального якоря і підтримання стабільності цього показника в середньостроковому періоді. Ця стратегія монетарної політики спрямована на досягнення

стабільності цін, зосередження на відхиленнях у виданих прогнозах інфляції від оголошеної інфляційної мети.

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

За такого режиму наявне вільне курсоутворення поряд із використанням виключно грошових агрегатів для впливу на утримання показника інфляції у встановлених межах (збільшення-зменшення сукупної грошової маси) з акцентом на тому, що низька і стабільна інфляція є основною метою монетарної політики в довгостроковому періоді.

Також режим інфляційного таргетування передбачає: публічне оголошення кількісних цілей з інфляції; зобов'язання центрального банку досягати інфляційних цілей; використання як основного інструменту монетарної політики облікової ставки центрального банку; гнучкість обмінного курсу; чітке й прозоре інформування про мотиви ухвалених рішень; управління інфляційними очікуваннями.

Загалом, пріоритетом монетарної політики інфляційного таргетування є досягнення й забезпечення цінової стабільності, що проявляється в незначному зростанні цін, а не їх незмінності.

Також реалізація будь-якої обраної монетарної стратегії передбачає деталізацію **цілей монетарного впливу**.

Відповідно до монетарної стратегії і тактики виділяють стратегічну й тактичну мету грошово-кредитного впливу на економіку.

Стратегічна мета монетарної політики підпорядкована загальним стратегічним цілям соціально-економічної політики держави: стабілізації, зростанню або скороченню сукупного обсягу виробництва (ВВП), підтриманню певного рівня зайнятості та рівня цін.

Тактичною метою монетарної політики є забезпечення внутрішньої стабільності грошей, тобто оптимальної рівноваги між попитом і пропозицією грошей.

Відповідно до етапності інструментів впливу та очікуваних результатів, до взаємозв'язків і підпорядкованості цілей виділяють кінцеві, проміжні та операційні цілі монетарної політики (рис. 2.6).

Необхідність визначення проміжних цілей або орієнтирів діяльності центрального банку зумовлена тим, що інструменти грошово-кредитної політики не мають безпосереднього впливу на кінцеву або головну її мету.

Проміжні цілі центральний банк встановлює самостійно, вони допомагають досягти основного цільового параметра його діяльності

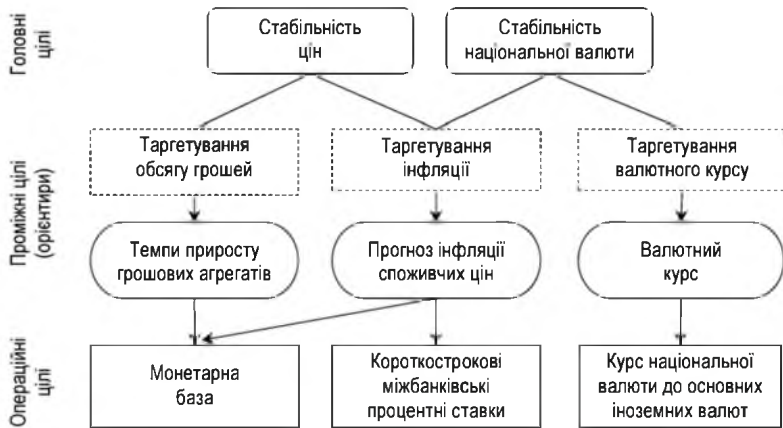


Рис. 2.6. Види та рівні цілей монетарної політики

та є індикаторами стану грошового ринку. За останні декілька десятиліть популярність концепції структурно важливої ролі проміжних цілей дещо знизилася, частіше їх використовують як індикативні змінні, оскільки вони є лише джерелом корисної інформації та не мають достатньої ваги, щоб виправдати статус «мети».

Операційні цілі грошово-кредитної політики визначає центральний банк відповідно до основного об'єкта регулювання. Він може таргетувати або ціну, або обсяг грошей. У першому випадку здійснюється управління процентними ставками, у другому – грошовою базою або її компонентами. Залежно від об'єкта таргетування обирають відповідні операційні інструменти.

Наприклад, якщо центральний банк як проміжну мету грошово-кредитної політики визначає стабільність валютного курсу національної грошової одиниці, він здійснює таргетування валютного курсу. Найефективнішими інструментами досягнення такої мети стають прямі операції купівлі-продажу іноземної валюти, операції валютного свопу та операції РЕПО під заставу банківських металів або активів, номінованих в іноземній валюті. Таке таргетування здійснюють переважно центральні банки країн із високими показниками валютизації економіки, іноземних інвестицій та залежності від зовнішньої торгівлі. Також цей режим

використовують країни, що готуються до вступу до валютного союзу (зокрема єврозони).

Операційні цілі кількісного обмеження грошової маси центральні банки використовують, коли міжбанківський грошовий ринок неефективний і національна фінансова система недостатньо розвинена. У таких випадках саме грошові агрегати, а не процентна ставка відіграють основну роль у трансмісійному механізмі грошово-кредитної політики. Для цього типу таргетування найефективнішими є зворотні операції (РЕПО та кредити під заставу), проведені із застосуванням механізму кількісного тендера, та прямі операції купівлі-продажу цінних паперів. Крім того, кількісні цілі визначають порядок здійснення політики в умовах гіперінфляції та її наступного зниження. Таргетування обсягу грошей в обігу має низку переваг над іншими підходами у разі банківської кризи чи інших фінансових шоків.

Цінове таргетування пов'язане з регулюванням центробанком процентних ставок із міжбанківських кредитних операцій. Зворотні операції, проведені як процентний тендер, є найефективнішими для неадміністративного регулювання ринкових процентних ставок. Цим шляхом пішла більшість європейських країн, оскільки передумовою успішного використання як операційної мети процентної ставки є існування в економіці ефективного й ліквідного міжбанківського грошового ринку.

Загалом, імплементація грошово-кредитної політики може складатися з трьох елементів:

- вибір операційної мети;
- визначення меж для поліпшення контролю за метою;
- використання інструментів грошово-кредитної політики для досягнення операційної мети.

Більшість центробанків обирають головною метою досягнення стабільності цін та економічне зростання, проте часто виникає певний лаг між діяльністю центробанку та впливом на основну мету. Тож центральні банки використовують певну операційну мету, економічну змінну, на яку вони можуть прямо впливати. Останнім часом віддають перевагу використанню короткострокових міжбанківських процентних ставок як операційної мети.

Деякі центробанки країн із невеликою відкритою економікою, де зміна валютного курсу має прямий істотний вплив на внутрішню

інфляцію або довіра до центрального банку є слабкою, вважають використання валютного курсу як операційної мети більш доцільним. Обираючи інструменти грошово-кредитної політики, центральні банки в останні роки пішли шляхом використання непрямих ринкових засобів. Частіше вони використовують комбінацію операцій відкритого ринку, норм обов'язкових резервів і постійних механізмів.

Вибір центробанком операційної мети не обов'язково окреслює межі, у яких він потім визначає набір інструментів грошово-кредитної політики. Наприклад, щоб досягти цільового валютного курсу, можуть використовувати інструменти грошово-кредитної політики для врегулювання ринкових процентних ставок відповідно до таких, що діють у країні, яка використовує цільову валюту. І навіть якщо центральний банк не таргетує валютний курс і процентні ставки, він може використовувати ті самі інструменти й для управління щоденними коливаннями ліквідності банківської системи для запобігання волатильності та невизначеності в цінах.

Тобто основним завданням щоденної операційної діяльності центрального банку є досягнення та втримання індикаторів операційних цілей у певних межах.

Проміжні й операційні цілі визначають за певними критеріями. Американський економіст Фредерік Мішкін (*Frederic S. Mishkin*) виокремлює такі *критерії вибору проміжних цілей*:

- *вимірність*, тобто швидкість і точність виміру параметрів проміжних цілей (може виявитися корисною лише тоді, якщо вона дає змогу зрозуміти, чи правильно було обрано політику до того, як було досягнуто кінцевої (головної) мети);
- *керованість* (регулятор має здійснювати ефективне управління показником, обраним як проміжна мета, а не лише здійснювати її моніторинг, не маючи змоги виправити становище);
- *передбачуваність впливу на кінцеву (головну) мету* – найважливіша характеристика змінної, що використовується як проміжна мета. Ця характеристика є предметом суперечок багатьох економістів, оскільки немає емпіричних доказів того, що одні проміжні цілі більш тісно пов'язані з головною метою, ніж інші.

Щодо критеріїв вибору операційних цілей Ф. Мішкін наголошує, що вони можуть ґрунтуватися на тих самих критеріях, які застосовувалися для оцінювання проміжних цілей. Проте щодо останнього

критерію він зазначає, що для операційної змінної проміжна мета має бути кінцевою. Тобто бажано обирати ту операційну мету, вплив якої на проміжну більш передбачуваний.

Наприклад, критерій «передбачуваність впливу проміжної мети на головну та операційної – на проміжну» стає найбільш значущим в умовах, коли інші критерії не дають змоги обрати найефективніші цільові змінні. Тобто цільові орієнтири, які мають бути обрані, є однаково вимірними й керованими. Це відбувається, наприклад, коли монетарний орган може однаково точно й швидко визначити рівень процентних ставок за міжбанківськими кредитами та величину грошових агрегатів за умови, що він однаково легко може регулювати обидві цілі за допомогою наявного інструментарію. У такому випадку вибір падає на ту мету, яка більш передбачувана, на його думку, щодо її впливу на проміжну мету.

Монетарна тактика як складова частина монетарної політики – це фактично 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.

Основні канали грошово-кредитного регулювання:

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

Отже, ефективність грошово-кредитної політики залежить від узгодженості цілей та всіх етапів їх реалізації в діяльності центробанку з пріоритетними напрямками загальної державної соціально-економічної стратегії, а також заходами з її реалізації.

2.2. Канали та інструменти монетарної політики (монетарний трансмісійний механізм)

2.2.1. Процентний, кредитний та валютний канали впливу

Через монетарне (грошово-кредитне) регулювання центральний банк впливає на фінансовий сектор економіки, а далі – на основні макроекономічні змінні й реальний сектор, зокрема інвестиції, сукупне споживання, заощадження, чистий експорт та ВВП.

Монетарний (грошово-кредитний) вплив реалізується через різноманітні канали та інструменти грошово-кредитної сфери, які в сукупності формують структуру трансмісійного (передавального) механізму.

Економічну категорію «монетарний трансмісійний механізм» розуміють як відносини під час передачі змін на основі використання інструментарію грошово-кредитної політики центрального банку для впливу на фінансову кон'юнктуру (фінансова сфера економіки) і надалі – на макроекономічну ситуацію через сукупність каналів (ланцюгів проміжних змінних) і зв'язків прямої та зворотної дії (рис. 2.7).

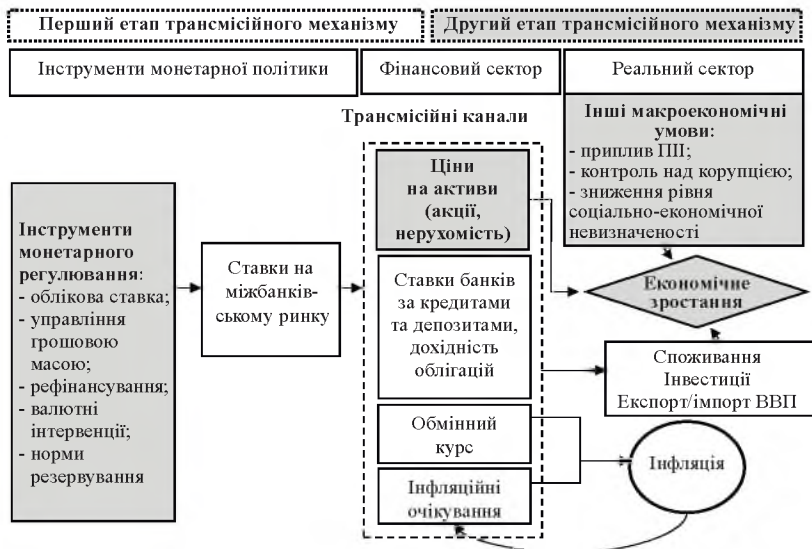


Рис. 2.7. Схема дії трансмісійного механізму на кожному з етапів

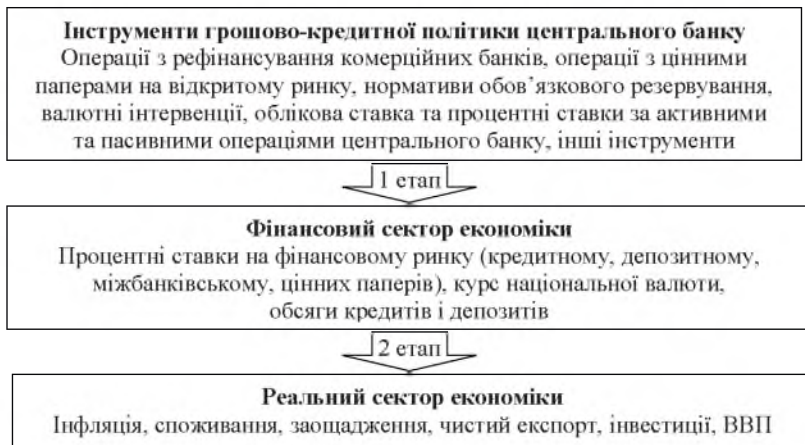


Рис. 2.8. Етапи дії трансмісійного механізму грошово-кредитної (монетарної) політики

Через трансмісійний механізм центральний банк впливає на макроекономічні змінні, зокрема на ціноутворення та економічну активність. У процесі дії передавального механізму монетарної/грошово-кредитної політики виділяється вплив на фінансовий та реальний сектори економіки (рис. 2.8).

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.

Національний банк України (НБУ) визначає трансмісійний механізм як процес впливу ключової відсоткової ставки на інфляцію в країні, коли центральний банк впливає на короткострокові відсоткові ставки на міжбанківському ринку за допомогою зміни

ключової процентної ставки. Внаслідок цього впливу Національний банк може змінювати сукупний попит, інфляцію та інші макроекономічні змінні через різноманітні канали, зокрема процентний, фондовий, валютний, а також завдяки управлінню очікуваннями населення й підприємств. На ефективність трансмісійного механізму прямо впливає рівень довіри економічних суб'єктів до дій центрального банку, що залежить передусім від послідовності політики регулятора та ступеня його незалежності.

Важливо враховувати, що монетарна трансмісія займає певний час, тому центральні банки намагаються діяти на випередження, спираючись на свої макроекономічні прогнози. В Україні зміна облікової ставки НБУ найбільше впливає на рівень інфляції через 9–18 місяців. Тому рішення з монетарної політики НБУ не є реакцією на події минулого, а відповіддю на очікуваний перебіг подій у майбутньому.

З огляду на середовище дії детальнішу схему монетарного трансмісійного механізму наведено на рис. 2.9.

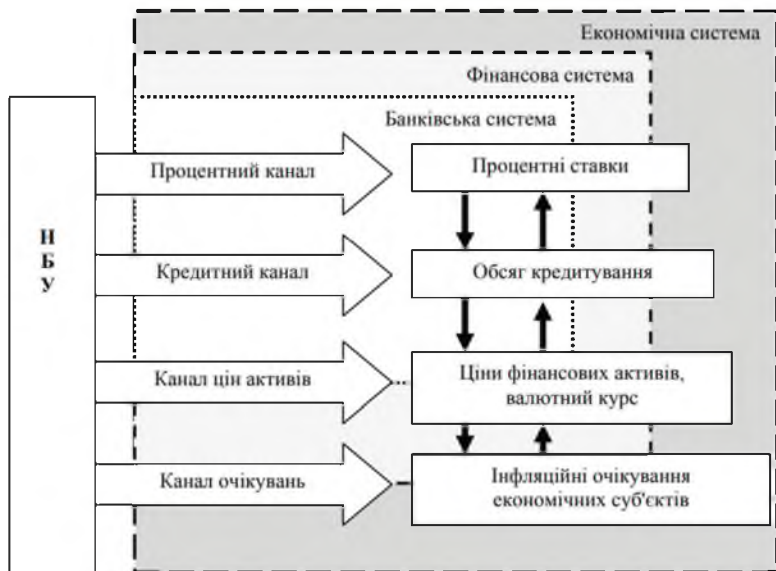


Рис. 2.9. Схема монетарного трансмісійного механізму з огляду на середовище дії

Таблиця 2.1

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 з боку зовнішніх умов
Висока інертність курсових очікувань та адміністративні обмеження на валютному ринку	Реакція обмінного курсу на зміни процентних ставок є достатньо обмеженою
Банківська система перебуває у стресовому стані	Низький 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

Особливості й наслідки монетарної трансмісії в Україні узагальнено в табл. 2.1.

Основні канали монетарного (грошово-кредитного) трансмісійного впливу:

- 1) процентна політика (процентний канал);
- 2) кредитна політика (рефінансування комерційних банків) (кредитний канал);
- 3) операції з цінними паперами на відкритому ринку (канал цін активів);
- 4) валютна політика (валютний канал);
- 5) резервна політика – визначення та регулювання норм обов'язкових резервів для комерційних банків;
- 6) операції з депозитними сертифікатами центрального банку тощо.

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 одночасно як засіб реалізації грошово-кредитної політики та орієнтир ціни на гроші (зазвичай корелюється з індексом інфляції).

Процентний канал монетарної трансмісії традиційно вважають головним каналом монетарної політики і трансмісії, що 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 розміщення 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.

Ідея, закладена в процентному каналі, полягає у збільшенні номінальної грошової маси через зниження процентної ставки внаслідок ефекту ліквідності, а це стимулює зростання інвестицій і сукупних витрат загалом, що приводить до збільшення ВВП (або навпаки).

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:

Процентна ставка $\uparrow \Rightarrow$ Приплив капіталів у країну $\uparrow \Rightarrow$ Попит на національну валюту $\uparrow \Rightarrow$ Обмінний курс національної валюти $\uparrow$ (ревальвація).

Логіку дії процентного каналу можна подати так:

Процентна ставка $\downarrow \Rightarrow$ Грошова маса $\uparrow \Rightarrow$ Інвестиції $\uparrow \Rightarrow$ ВВП $\uparrow$ (і навпаки).

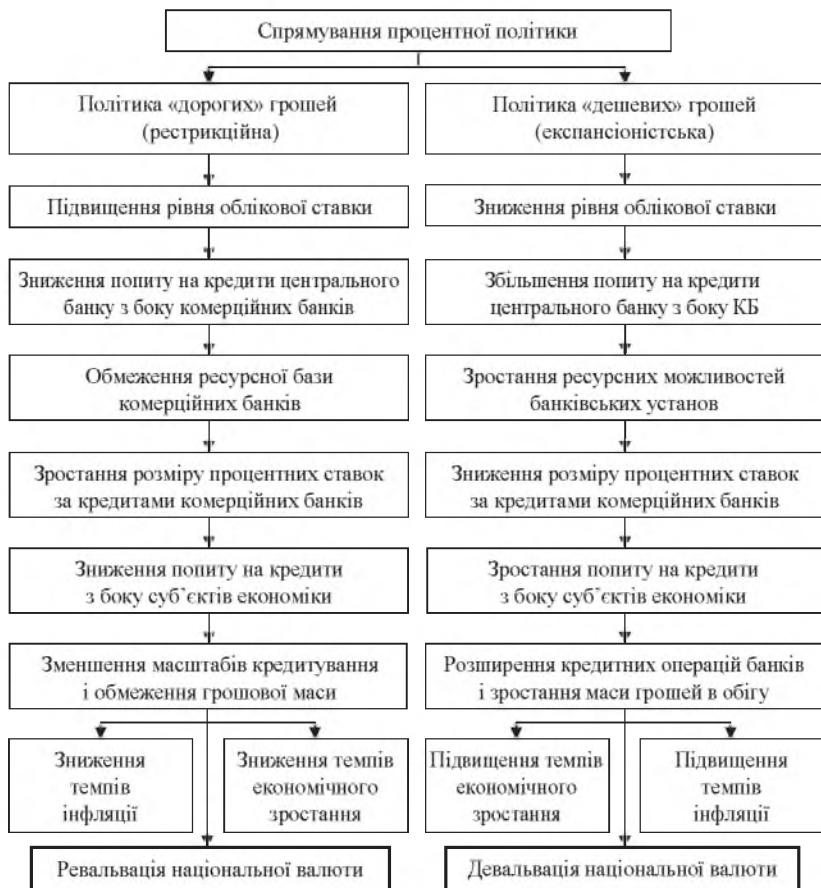


Рис. 2.10. Механізм реалізації процентної політики

Детальніше вплив процентного каналу у разі зміни облікової ставки центрального банку в бік підвищення чи зниження показано на рис. 2.10.

У разі проведення рестрикційної монетарної (грошово-кредитної) політики метою центрального банку є обмеження грошової маси, підняття ціни на гроші через підняття облікової ставки. У разі зростання облікової ставки відповідно зростають процентні ставки за кредитно-депозитними операціями 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 вияву 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 у своє розпорядження більше ресурсів і за меншою вартістю. Зростання ресурсних можливостей комерційних банків дає змогу зменшити відсоткові 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 обігу. У зовнішньому вияві 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.

Вплив процентного каналу розділяється на ефект заміщення й ефект доходу.

Ефект заміщення. Наприклад, зниження процентних ставок зменшує привабливість заощаджень, проте збільшує поточне споживання, зокрема через розширення кредитування, внаслідок чого зростають сукупний попит та обсяг випуску.

Логіка ефекту заміщення виявляється так:

*Процентна ставка ↓ ⇒ Грошова маса ↑ ⇒ Заощадження ↓ ⇒
Споживання ↑ ⇒ Кредити ↑ ⇒ Сукупний попит ↑ ⇒ ВВП ↑.*

Ефект доходу базується на підвищенні ліквідності фірми, що збільшує ймовірність повернення кредитів. Тобто у фірми збільшуються грошові потоки, тому зменшується необхідність брати кредити, при цьому грошова маса зростає, а отже, процентні ставки знижуються, що стимулює перерозподіл доходу між кредитором і позичальником: купівельна спроможність позичальника зростає, тому зростає споживання і, як наслідок, сукупний попит.

Логіка ефекту доходу виявляється так:

Процентна ставка ↓ ⇒ *Грошова маса* ↑ ⇒ *Грошові потоки* ↑ ⇒
Споживання ↑ ⇒ *Інвестиції* ↑ ⇒ *Сукупний попит* ↑ ⇒ *ВВП* ↑.

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

Ефективно діючий процентний канал монетарного передавального механізму створює умови для формування врівноважених процентних ставок при забезпеченні в середньо- і довгостроковій перспективі тенденції зниження їх на основі поліпшення якості кредитних портфелів банків і зменшення темпів інфляції.

Складність орієнтації на процентні ставки як інструмент стимулювання інвестиційної активності пов'язана з проблемою точного передбачення рівня інфляції та інфляційних очікувань.

1. *Грошова маса в обігу* ↑ ⇒ *Процентна ставка* ↓, однак пізніше:
2. *Сукупний попит* (у тому числі й на банківські позички) ↑ ⇒ *Процентна ставка* ↑ ⇒ *Ціни* ↑ (*Купівельна спроможність грошової одиниці* ↓) ⇒ *Інфляційні очікування* ↑ ⇒ *Процентна ставка* ↑ (оскільки кредитори будуть змушені страхувати себе від майбутніх втрат).

Крім процентного каналу, ще одним каналом монетарної трансмісії є **кредитний канал впливу (канал рефінансування)**. Основним інструментом кредитного каналу є види рефінансування (кредитування) центральним банком комерційних банків.

Кредитний канал є одним з основних каналів у механізмі монетарної трансмісії багатьох країн, особливо в країнах із банкоцентричною фінансовою системою, де фінансові ресурси перерозподіляються головним чином через банківський сектор. В українській фінансовій системі також основним фінансовим посередником є банківський сектор.

У кредитному каналі впливу основну роль відіграють комерційні банки. Відповідно передача імпульсів грошово-кредитної політики під час дії цього каналу здійснюється не тільки через зміну процентних ставок, а й через подальшу активність і реакції комерційних

банків та динаміку змін (чи ні) в характеристиках банківського кредитування реального сектору економіки.

Кредитний канал відображає вплив грошово-кредитної політики центрального банку на доступність ресурсів на кредитних ринках шляхом впливу інструментів грошово-кредитної політики на зміну пропозиції кредитних ресурсів, насамперед через зміну обсягів вільних резервів банківської системи (рис. 2.11).

У межах дії кредитного каналу виділяють *канал банківського кредитування* (вузький) і *балансовий канал* (широкий).

Вузький канал діє в економіках, де банки є головним джерелом кредитування підприємств. У разі збільшення центральним банком кредитування комерційних банків збільшується їхня ліквідність, а отже, у них збільшується пропозиція кредитних ресурсів, тож фірми, залежні від кредитування, беруть більше позик, використовують їх як інвестиції та збільшують випуск продукції.

Логіка каналу банківського кредитування є такою:

$$\text{Грошова маса} \uparrow \Rightarrow \text{Кредити} \uparrow \Rightarrow \text{Інвестиції} \uparrow \Rightarrow \text{ВВП} \uparrow.$$

Широкий канал передбачає, що збільшення грошової пропозиції призводить до зростання цін фінансових активів компаній, зокрема вартості їхніх акцій. Тобто висока вартість акцій слугує для банків своєрідним сигналом надійності повернення кредитів, тому вони збільшують пропозицію кредитних ресурсів.

Логіка балансового каналу є такою:

$$\begin{aligned} \text{Грошова маса} \uparrow \Rightarrow \text{Ціна акцій} \uparrow \Rightarrow \text{Ризик втрат для банків} \downarrow \Rightarrow \\ \text{Кредити} \uparrow \Rightarrow \text{Інвестиції} \uparrow \Rightarrow \text{ВВП} \uparrow. \end{aligned}$$



Рис. 2.11. Спрощена схема дії каналу банківського кредитування механізму монетарної трансмісії

Дія кредитного каналу трансмісійного механізму монетарної політики пов'язана з широким колом кредитних відносин між центральним банком і банками шляхом їх рефінансування й підтримання ліквідності, між окремими банками, а також між банками та їхніми позичальниками.

Кредитні відносини, які виникають за участі кредитних установ, є доволі різноманітними. Насамперед доцільно виділити такі дві великі групи:

- кредитні відносини, пов'язані з формуванням ресурсів кредитних установ шляхом збільшення обсягів залучених вкладів і депозитів, випуску облігацій та векселів, міжбанківського кредитування;
- кредитні відносини, пов'язані з формуванням і використанням позикової вартості, створеної кредитними установами.

Під час формування ефективно діючого каналу банківського кредитування вагомим значення набувають кредитні відносини в межах другої групи, оскільки саме вони забезпечують зв'язок між створенням (зменшенням обсягів) позикової вартості кредитними установами та функціонуванням реального сектору економіки країни.

У межах цього каналу монетарного трансмісійного механізму можна виділити два варіанти монетарної трансмісії:

- формування каналу банківського кредитування як наслідок поліпшення ліквідності кредитних установ;
- формування каналу банківського кредитування як наслідок застосування інструментів експансіоністської або рестрикційної моделі монетарної політики центрального банку країни.

У першому випадку канал банківського кредитування спрацьовує внаслідок поліпшення економічної ситуації в країні і, як наслідок, поліпшення фінансового стану суб'єктів господарювання. Зростання рівня доходів і прибутків забезпечує розширення депозитних ресурсів кредитних установ, поліпшення їхньої ліквідності та є чинником розширення обсягів кредитних ресурсів. В умовах позитивного кредитного циклу це стимулює поліпшення економічної кон'юнктури й забезпечує економічний розвиток.

У другому випадку спонукальним чинником формування каналу банківського кредитування є інструменти монетарної політики центрального банку країни. Він спрацьовує тоді, коли кредитні установи реагують на заходи монетарної політики центрального банку не зміною величини процентної ставки за депозитами і кредитами,

а зміною обсягів кредитування. Розширення можливостей кредитних установ унаслідок зміни структури й спрямованості кредитних відносин призводить до збільшення обсягів виробничого та споживчого кредитування. Як наслідок, в економічних суб'єктів розширюються можливості щодо залучення додаткових ресурсів, що призводить до збільшення обсягів інвестиційних і споживчих витрат.

Основним інструментом кредитного каналу є види рефінансування (кредитування) центральним банком комерційних банків.

Найтиповіші види короткострокового (до 1 року) кредитування (рефінансування) комерційних банків центральним банком:

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

Тендерні кредити рефінансування – прямі кредити рефінансування, які центральний банк надає комерційним банкам, що подають кредитні заявки. За механізмом надання й погашення тендерного кредиту розрізняють кількісний та ціновий (процентний) тендери.

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

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

Як забезпечення за тендерними кредитами приймають цінні папери (депозитні сертифікати НБУ, ОВДП, облігації МФО) та іноземну валюту.

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

*Операції прямого РЕПО (*repurchase agreement, repo, rp*)* – це купівля цінних паперів у комерційних банків на умовах їх зворотного викупу. Інакше кажучи, фактично це кредитування, надання центральним банком комерційним банкам кредитів під заставу цінних паперів (переважно державних облігацій).

Загалом, кредитний канал:

- 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 зумовлюють збільшення грошової маси в обігу, розширення пропозиції грошей і зменшення процентних ставок. І навпаки, падіння обсягів кредитів рефінансування та їх подорожчання зумовлюють зменшення грошової маси, скорочують пропозицію грошей і провокують зростання процентних ставок;

- по-друге, є інструментом підтримання ліквідності комерційних банків, забезпечення їхньої фінансової стабільності й безпеки банківського сектору загалом.

Каналом (напрямом) реалізації грошово-кредитної політики є валютна політика (валютний канал впливу).

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 і поточних цілей загальної економічної політики держави.

У країнах із мультивалютним обігом і вираженим ефектом доларизації (валютизації) валютний канал впливу на економіку є одним з основних.

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 й міжнародних розрахунків та ін.

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.

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 у разі зміни 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 у разі зміцнення 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 складовою частиною валового внутрішнього продукту країни. 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.

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

Інструменти валютної політики і валютного регулювання (інструменти валютного каналу впливу) поділяють на дві основні групи (рис. 2.12):

- 1) інструменти прямого впливу (спеціальні інструменти валютної політики): економічні або адміністративні;
- 2) інструменти опосередкованого впливу (загальні інструменти валютної політики).

Відповідно до українського законодавства суб'єктом, який уповноважений застосовувати весь арсенал як економічних, так і адміністративних методів валютного регулювання, є НБУ.

Загальні інструменти валютної політики – це засоби та методи, які використовує центральний банк для реалізації завдань монетарної політики, що через грошову масу і ринкові процентні ставки впливають також і на валютну сферу економіки. Загальні інструменти є спільними як для валютної, так і для інших видів монетарної політики.

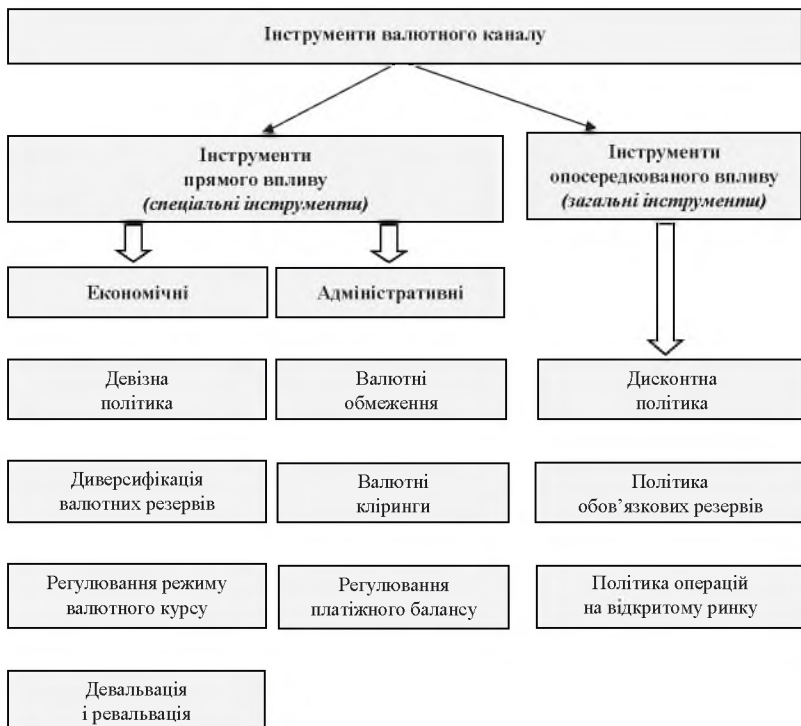


Рис. 2.12. Класифікація інструментів валютного каналу
(валютної політики і валютного регулювання)

Найпоширенішим прикладом загальних інструментів опосередкованого впливу на валютний ринок є *процентна (дисконтна) політика* – система заходів центрального банку щодо встановлення і періодичної зміни облікової ставки з метою впливу на динаміку валютного курсу через вплив на рух короткострокових капіталів.

Логіка впливу облікової ставки на валютний курс є такою:

- підвищення облікової ставки центральним банком стимулює приплив іноземного капіталу з країн, де рівень облікової ставки нижчий, що створює додатковий попит на національну валюту й підвищення курсу національної валюти – ревальвація національної валюти;
- зниження облікової ставки центральним банком зумовлює 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 (адміністративні та економічні) – це засоби й методи, які центральний банк використовує для впливу на валютну сферу.

До спеціальних економічних інструментів валютного регулювання належать (див. рис. 2.12):

- девізна валютна політика;
- диверсифікація валютних резервів;
- регулювання режиму валютного курсу;
- ревальвація та девальвація валюти.

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 і 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 перед центральним банком – підвищити чи знизити обмінний курс національної валюти. 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, з метою девальвації національної валюти центральний банк купує іноземну валюту. 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.

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.

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.

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 і громадян. Валюта на блокованих рахунках може бути використана тільки в конкретній країні;
- вилучення валютної виручки у 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 для подолання валютно-фінансових криз у країні.

Кожен із розглянутих вище каналів монетарного впливу на економіку має свої переваги й недоліки, а центральний банк обирає пріоритетність і логіку застосування каналів впливу з урахуванням умов чи стадії розвитку країни, масштабу економіки країни, її відкритості, рівня розвитку та структури фінансового ринку, інструментарію монетарної політики тощо.

2.2.2. Операції центрального банку на відкритому ринку (ОВР) та з депозитними сертифікатами (ОДС), резервна політика

Ще одним каналом монетарного впливу на фінансові та інші макроекономічні показники є канал цін активів (операції центрального банку з цінними паперами на відкритому ринку (ОВР)).

Інструментом цього каналу є купівля-продаж цінних паперів на відкритому (вторинному) ринку.

Операціями центрального банку на відкритому ринку прийнято вважати вільну купівлю-продаж ним боргових цінних паперів, що перебувають в обігу та належать комерційним банкам чи іншим фінансовим установам.

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

Для української практики операціями відкритого ринку Національного банку, зокрема з премією або з дисконтом, є купівля-продаж казначейських зобов'язань, а також інших цінних паперів (крім цінних паперів, що підтверджують корпоративні права) та боргових зобов'язань, визначених Правлінням Національного банку, у тому числі на умовах зворотного продажу або купівлі (угоди РЕПО).

Європейський центральний банк (ЄЦБ) зараховує до операцій відкритого ринку основні операції з рефінансування, довгострокові операції з рефінансування, операції коригування та структурні операції. До операційного інструментарію відкритого ринку ЄЦБ зараховує зворотні операції (операції РЕПО та кредитні операції під

заставу цінних паперів), випуск власних депозитних сертифікатів, прямі операції з цінними паперами, валютні свопи та акцептування центральними банками єврозони термінових депозитів комерційних банків.

Федеральна резервна система США визнає операціями відкритого ринку лише купівлю-продаж цінних паперів на цьому ринку (включно із зобов'язанням зворотного їх продажу або викупу за операціями РЕПО).

Низка центробанків інших країн зараховує до інструментів відкритого ринку операції РЕПО, прямі операції з цінними паперами, випуск власних депозитних сертифікатів та акцептування термінових депозитів.

Операціями відкритого ринку вважають кредитні та депозитні операції РЕПО, операції з купівлі-продажу активів (цінних паперів або валюти). Виділяють такі види операцій відкритого ринку:

- регулярні операції відкритого ринку;
- операції з рефінансування чи депонування на тривалий термін;
- операції коригування та структурні операції.

Види операцій відкритого ринку за сутністю та цілями:

- динамічні операції на відкритому ринку;
- захисні операції на відкритому ринку.

Динамічні операції відкритого ринку спрямовані на зміну обсягу резервів і грошової бази, а захисні – на послаблення впливу на грошову базу інших факторів (наприклад, зміна обсягів коштів казначейства на рахунках Федеральної резервної системи або обсягів готівки).

Загалом, до операцій відкритого ринку можна зараховувати операції з цінними паперами, які здійснюються безпосередньо центральним банком для досягнення операційних цілей грошово-кредитної політики та забезпечення достатньої ліквідності банківської системи.

Операції відкритого ринку ініціює центробанк після оцінювання ситуації на грошово-кредитному ринку та ухвалення рішення щодо необхідності втручання в ринкові процеси. Під час здійснення таких операцій центральний банк використовує лише ринкові механізми та ставки, діє в непрямий, неадміністративний спосіб і для комерційного банку є звичайним контрагентом.

Водночас, на відміну від операцій відкритого ринку, операції центрального банку, наприклад, через депозитні або кредитні канали,

ініціюють комерційні кредитні установи після оголошення умов проведення таких операцій центральним банком.

Отже, саме регулятор зацікавлений у проведенні операцій на відкритому ринку.

Основним завданням операцій відкритого ринку є збільшення або скорочення обсягу грошової маси в обігу. Такі операції пердовсім впливають на банківські резерви, а також (через ефект мультиплікатора) на пропозицію кредитів та економічну активність загалом.

Переваги операцій відкритого ринку порівняно з іншими інструментами грошово-кредитної політики:

- операції відкритого ринку здійснюються з ініціативи грошового регулятора, який може контролювати їхній обсяг;
- операції відкритого ринку мають прямий вплив на досягнення визначених цілей, гнучкі й доволі точні, їх можна здійснювати в будь-яких обсягах, як у зовсім незначних, так і в дуже великих. Усе залежить лише від потреб грошового регулятора щодо обсягу зміни величини резервів або грошової бази;
- операції відкритого ринку зворотні: грошовий регулятор у разі допущення помилки під час їх здійснення може легко її виправити, провівши протилежну операцію;
- операції відкритого ринку здійснюються швидко, вони не залежать від адміністративних зволікань.

Вплив на ліквідність через операції відкритого ринку спостерігається на рівні окремого комерційного банку, тоді як канал зміни норм обов'язкових резервів має однаковий вплив на всі банки. Хоча, з іншого боку, операції відкритого ринку не є примусовим інструментом. Тому лише ті банки, які виявляють бажання до здійснення таких операцій, беруть у них участь. Тобто ці операції впливають на структуру грошових активів і стан ліквідності окремих фінансових установ, поліпшуючи розподіл ресурсів кредитно-банківської системи. Здійснюючи операції на відкритому ринку, в межах проведення грошово-кредитної політики, центральний банк діє відповідно до певних принципів.

Логіка дії каналу цін активів є такою:

Грошова маса $\uparrow \Rightarrow$ *Капіталізація ринку фінансових активів (ціна акцій)* $\uparrow \Rightarrow$ *Інвестиції* $\uparrow \Rightarrow$ *ВВП* $\uparrow$.

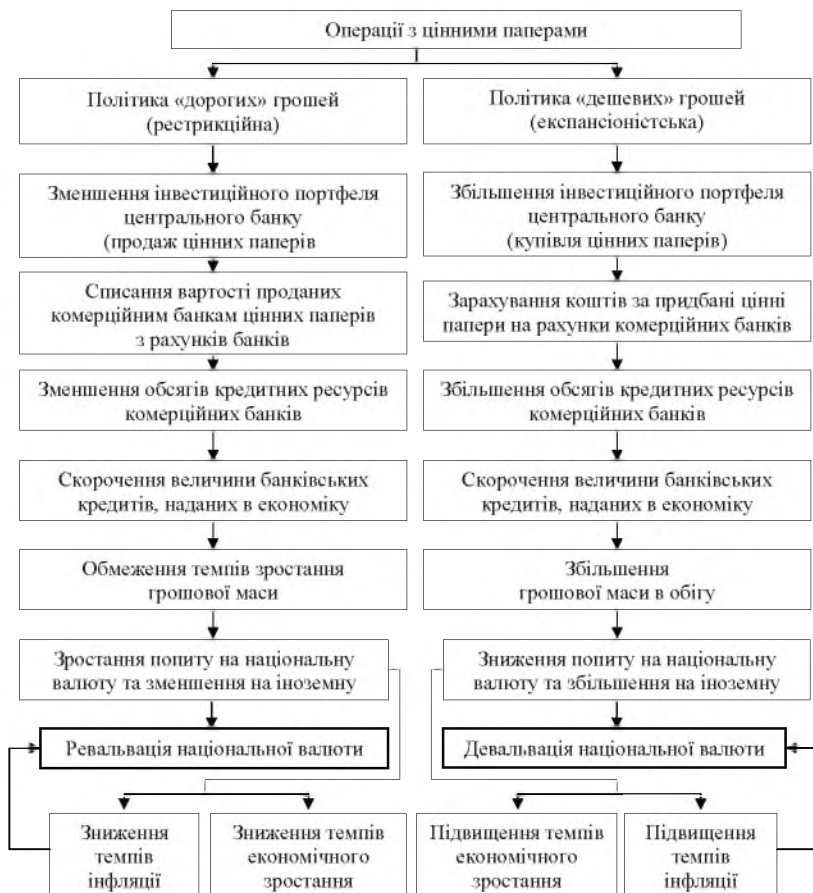


Рис. 2.13. Канал монетарного впливу центрального банку через операції з цінними паперами на відкритому ринку

Механізм реалізації грошово-кредитної політики через купівлю-продаж центральним банком цінних паперів на відкритому ринку подано на рис. 2.13.

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 означає 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 в такий спосіб пожвавлення господарської кон'юнктури та зростання обсягу маси грошей в обігу.

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

Канал цін активів є основним каналом у країнах із розвиненими фінансовими (фондовими) ринками та широким спектром різновидів цінних паперів. Останні десятиріччя в межах впливу монетарного каналу «операції на відкритому ринку» набули розвитку такі заходи монетарної політики, як **політика кількісного пом'якшення**.

Кількісне пом'якшення (*Quantitative Easing (QE)*) – монетарна політика, яку використовують центральні банки для стимулювання національної економіки у разі, коли традиційні монетарні методи вже не працюють. За традиційної монетарної політики ЦБ купує або продає державні облігації для підтримання ринкових ставок на цільовому рівні. Проводячи ж кількісне пом'якшення, центральний банк викуповує суверенні та/або іпотечні облігації в оголошеному обсязі з метою зниження їхньої дохідності (зниження відсоткових ставок за борговими паперами). У цьому випадку активи викуповуються за рахунок емітованих грошей, що супроводжується розширенням балансу центрального банку та збільшенням грошової маси в економіці (це передбачає зниження курсу національної валюти і незначну інфляцію). Потужний приплив грошових коштів покликаний забезпечити зростання сукупного попиту. Збільшення попиту стимулює зростання пропозиції, що згодом має привести до відновлення й стабілізації національної економіки.

Ця політика передбачає масштабні викупи активів центральним банком. У межах кількісного пом'якшення спектр активів, які купували центральні банки, був значно розширений. Крім державних боргових цінних паперів, купівля яких характерна і для традиційної монетарної політики, ЦБ викупляв і довгострокові активи приватного сектору, зокрема й проблемні. Ці заходи застосовувалися для безпосереднього впливу на вартість активів. Купівлі ЦБ активів державного й приватного секторів знижують відповідні цим активам відсоткові ставки і пов'язані з ними премії за ризик, а отже в підсумку знижуються витрати на позики для реальної економіки. Купівлі, які заміщують безпечні активи з портфелів інвесторів, можуть завдяки ефекту заміщення стимулювати попит на більш ризиковані активи, послаблюючи в такий спосіб фінансові умови, що в підсумку стимулює сукупні витрати.

Також викуп великого обсягу державних цінних паперів може допомогти переконати ринки в тому, що центральний банк має намір дотримуватися стимулювальної монетарної політики. У цьому кількісне пом'якшення є корисним доповненням до прямого керівництва. Купівля приватних цінних паперів може допомогти знизити витрати приватного сектору за позиками і більш безпосередньо стимулювати економіку. Однак вони наражають центральний банк на кредитний ризик і потенційні збитки. Здебільшого кількісне пом'якшення реалізовувалося шляхом оголошення конкретних термінів і кількості купівель.

Зрозуміло, що операції політики пом'якшення мають і недоліки-ризиків, які потрібно враховувати, вибираючи умови, елементи та інструменти монетарного регулювання. Серед основних слід виокремити такі: існує лаг між зростанням грошової маси та інфляції, а отже, якщо суму вливань грошової маси переоцінено, то це може загрожувати стагфляцією; основними бенефіціарами програм є банківські та небанківські фінансові установи, власники активів, а отже, реальний сектор і надалі відчуватиме проблеми з кредитуванням, якщо банки більш охоче будуть використовувати зростаючу грошову масу для інвестування на інші ринки або на споживче кредитування, а власники активів або ті, хто зайнятий у фінансовому секторі, і надалі будуть концентрувати зростаючу грошову масу, посилюючи нерівність доходів і диференціацію населення; пом'якшення може призвести до штучного здешевлення або здорожчання окремих активів,

викривлення інформації для інвесторів і появи чергових фінансових «бульбашок»; збільшення грошової маси призводить до зниження обмінного курсу національної валюти та ін.

Уперше політику кількісного пом'якшення застосував Банк Японії у 2001 р. Ця програма здійснювалася переважно за рахунок придбання державних облігацій Японії. У результаті цієї програми обсяг резервів ЦБ збільшився з 5 до 35 трлн єн. Кількісне пом'якшення завершилося у 2006 р. і сприяло стимулюванню економіки, незначному збільшенню інфляції з 2006 р. Але проблема дефляції залишалася. У результаті світова фінансова криза підштовхнула Банк Японії прийняти нову програму кількісного пом'якшення у 2010 р. – комплексне монетарне пом'якшення (*CME*). У 2013 р. було прийнято політику якісного й кількісного пом'якшення (*QQE*), у 2016 р. – програму якісного й кількісного пом'якшення з контролем кривої прибутковості, яка встановлює цілі як для короткострокової, так і для довгострокової прибутковості, коригує обсяги купівлі активів для досягнення цих цілей. У межах зазначених вище політик Банк Японії купував японські державні облігації (*JGB*), корпоративні облігації біржових фондів (*ETF*) і японських інвестиційних фондів (*J-REITs*).

Ще одним 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 центрального банку**.

Депозитний сертифікат центрального банку – це один із монетарних інструментів, що є борговим зобов'язанням регулятора у формі записів на рахунках у системі кількісного обліку, який свідчить про розміщення в центральному банку коштів комерційних банків та їхнє право на отримання внесеної суми і процентів після закінчення встановленого строку.

Депозитні сертифікати трактуються як боргові цінні папери, призначені для комерційних банків, один з інструментів монетарної політики. Водночас комерційні банки представляють депозитні сертифікати як альтернативу строковим депозитам.

Використання такого каналу активізується, коли виникає потреба вилучити гроші з обігу і зменшити обсяг грошової маси. Негативним наслідком такого впливу є скорочення доступу до грошей та капіталів

представників реального сектору економіки, зниження економічної активності та, відповідно, зниження темпів приросту ВВП у країні.

Наприклад, в Україні НБУ здійснює операції з розміщення депозитних сертифікатів щоденно (депозитні сертифікати до наступного робочого дня (overnight)) та щотижня (депозитні сертифікати строком до 14 днів).

Регулятор залежно від ситуації, що склалася на грошово-кредитному ринку, та стану ліквідності банків може оголошувати позачергові тендери з розміщення депозитних сертифікатів строком до 90 днів, про що повідомляє банкам за допомогою засобів системи електронної пошти та на сторінці Офіційного інтернет-представництва.

Розміщення й розрахунки за депозитними сертифікатами здійснюються лише в безготівковій формі в національній валюті України. Умови розміщення, максимальна або мінімальна сума заявки від банку, сума вкладу, строк, на який розміщується депозитний сертифікат, визначаються залежно від ситуації на грошово-кредитному ринку. Депозитні сертифікати мають право обігу на відкритому ринку лише серед банків, а також можуть використовуватися як застава на міжбанківському кредитному ринку та як забезпечення кредитів рефінансування Національного банку України.

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 і зобов'язань банків.

Механізм практичної реалізації політики обов'язкових резервів (рис. 2.14) полягає в тому, що центральний банк періодично змінює норматив резервування залежно від ситуації на грошовому ринку, в банківському секторі та в економіці загалом.

Крім мультиплікаційного ефекту щодо обсягу грошової маси, резервна політика також 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.

Кожен із розглянутих вище каналів монетарного впливу на економіку має свої переваги й недоліки, а центральний банк обирає пріоритетність і логіку застосування каналів впливу з урахуванням умов чи стадії розвитку країни, масштабу економіки країни, її відкритості, рівня розвитку та структури фінансового ринку, інструментарію монетарної політики тощо.



Рис. 2.14. Механізм реалізації резервної політики

ЦЕ ВАРТО ЗНАТИ

(питання для самоперевірки)

Теоретично

1. Монетарна політика: стратегія і тактика.
2. Режими монетарної політики. Монетарне, валютне та інфляційне таргетування. Характеристика, переваги та недоліки.
3. Трансмісійний механізм грошово-кредитної політики 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 цілі застосування.
10. Управління золотовалютними резервами країни.

Практично (Дізнайся! Поміркуй! Обґрунтуй!)

1. Які суб'єкти економіки виграють, а які програють у разі використання депозитних сертифікатів центрального банку? Обґрунтуйте свою думку.
2. Який(і) канал(и) монетарного впливу на економіку є найбільш швидким(и) і точним(и) за ефектом впливу? А які навпаки? Обґрунтуйте свою думку.
3. Чи є суперечливі питання в управлінні золотовалютними резервами країни? Які? Обґрунтуйте свою думку.
4. У яких країнах валютний канал монетарного впливу на економіку використовується більше, а в яких менше? Чому? Обґрунтуйте свою думку.
5. Якщо зафіксованого орієнтиру показника інфляції (або діапазону) у країні у разі інфляційного таргетування не досягнуто, чи означає це, що політика інфляційного таргетування невдала? Обґрунтуйте свою думку.

РОЗДІЛ 3

МОНЕТАРНІ ЗАХОДИ: ПРАКТИЧНІ АСПЕКТИ

- 3.1. Заходи монетарної політики в період іпотечної кризи 2007–2009 рр. і рецесії: досвід США, країн Європи та України*
- 3.2. Процентна політика і таргетування інфляції: ефекти впливу на українську економіку в період 2016–2020 рр.*
- 3.3. Монетарні заходи під час війни в Україні з 2022 р.*

3.1. Заходи монетарної політики в період іпотечної кризи 2007–2009 рр. і рецесії: досвід США, країн Європи та України

Функціонування кредитного ринку як вагомого сектору будь-якої економіки, а також об'єкта монетарного впливу супроводжується й кризовими явищами. Центральні банки різних країн мають різний практичний досвід використання заходів монетарної політики для нівелювання криз і виведення економік з рецесії.

Як один із практичних прикладів фінансової кризи та монетарних заходів її подолання розглянемо іпотечну кредитну кризу, яка виникла у 2007 р. в США і завдяки глобалізації в кредитному та фінансовому секторах поширилась на більшість країн світу. Європейські держави, зокрема й Україна, також зіткнулися з цією кредитною кризою.

США

Причини і передумови іпотечної кризи й рецесії в США у 2007–2009 рр.

1. Ставки за федеральними фондами на початку 2000-х років мали спадну тенденцію, що було зумовлено цілями стимулювання економіки, а значну частину інвестицій було переорієнтовано з фондового ринку в нерухомість. У підсумку в портфелі банківської системи США відбулось поступове нарощення іпотечних кредитів.

2. Популярність відповідного типу кредитування була зумовлена не лише низькими ставками й трендом зростання цін на нерухомість, а й легкістю доступу до отримання іпотечних кредитів. Кредити видавали навіть тим особам, які мали незадовільну кредитну історію чи не мали її взагалі. Частка «субстандартних іпотечних кредитів», як їх називають, становила близько 20 % від усіх іпотечних кредитів у 2005–2006 рр.

Більша частина таких кредитів отримувалась з метою рефінансування вже наявних позик на більш вигідних умовах, що було зумовлено поширенням очікування щодо продовження зростання цін на ринку нерухомості.

3. Комерційні банки приймали високі ризики, ліберально видаючи іпотечні кредити та фактично не перевіряючи кредитоспроможності позичальників.

4. Набули поширення механізми сек'юритизації кредитів: іпотечні кредити переводили в цінні папери й продавали далі інвесторам. Основним інструментом сек'юритизації іпотечних кредитів у 2000-х роках були іпотечні цінні папери *MBS* (*Mortgage-Backed Security*). Комерційні банки продавали іпотечні кредити інвестиційним банкам та установам, які своєю чергою групували їх у боргові цінні папери *MBS* і перепродавали інвесторам уже по всьому світу. Одразу після видачі кредиту позичальнику банк міг продати кредит інвесторам та отримати свої гроші, мінімізуючи в такий спосіб власні кредитні ризики.

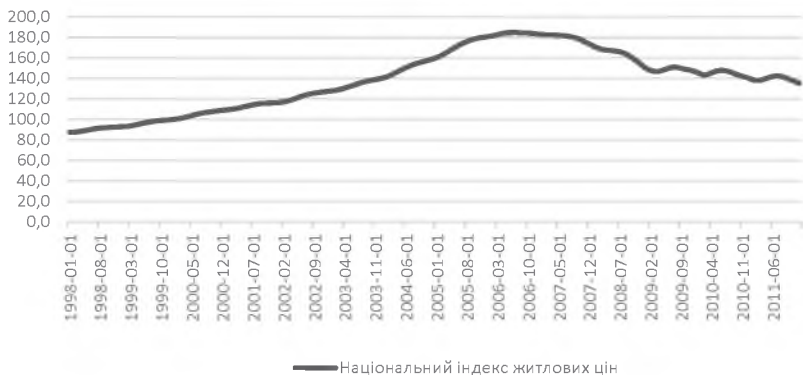


Рис. 3.1. Динаміка національного індексу цін на житло в США у 1998–2011 рр.

5. Так звана «іпотечна бульбашка» нарощувалась також і на підґрунті поширеного очікування, що ціни на ринку нерухомості й далі зростатимуть, оскільки індекс цін на житло в США зростав у період 1998–2006 рр. Однак 2006 року значення цього індексу почало знижуватись (рис. 3.1).

6. Значний попит на житло й іпотечне кредитування став причиною стрімкого розвитку будівництва. Як результат, пропозиція житла згодом перевищила попит і, своєю чергою, ціни на житло почали знижуватись.

7. Також більшість позичальників, які отримували субстандартні іпотечні кредити, розраховували на рефінансування, оскільки були неспроможні виконувати свої зобов'язання за наявних умов. Рефінансування було можливе лише у разі продовження зростання цін на ринку нерухомості. Оскільки ціни почали знижуватись, величезна кількість позичальників не мала змоги рефінансувати свої позики та, як результат, зазнала дефолту.

8. Нерухомість, що була в заставі іпотечних кредитів, у разі неплатежів і дефолтів позичальників почала переходити у власність кредиторів. Банки й інші установи, які отримали таким чином об'єкти нерухомості, намагалися масово їх реалізувати, що спричинило ще більше зростання пропозиції житла та глибше падіння цін на ринку нерухомості.

9. Стрімке падіння вартості MBS (іпотечних цінних паперів) стало причиною значних збитків на фінансовому ринку. У результаті кризових подій зменшився ВВП США. У першому кварталі 2008 р. приріст ВВП набув від'ємного значення (рис. 3.2).

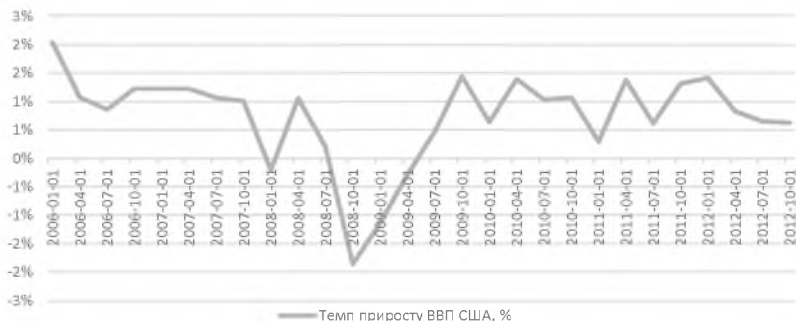


Рис. 3.2. Темп приросту ВВП США у 2006–2012 рр.

Після певного погравлення в другому й третьому кварталах 2008 р. в період із четвертого кварталу 2008 р. до другого кварталу 2009 р. приріст ВВП США залишався від'ємним, що свідчило про фактичне скорочення ВВП (рис. 3.2).

Щоб приборкати кризу та зменшити її негативний вплив на економіку країни під час Великої рецесії 2008 р., Федеральна резервна система США запровадила низку традиційних і нетипових рішень монетарної політики. Вжиті заходи можна поділити на чотири категорії.

1. Федеральний комітет з відкритих ринків (*FOMC*) розпочав серію **знижень процентної ставки**, опустивши цільову ставку за федеральними фондами з 5,25 % у вересні 2007 р. до 0–0,25 % у грудні 2008 р. (рис. 3.3). Таке агресивне зниження було спрямоване на стимулювання запозичень, кредитування та інвестування, що сприяло економічній активності.

Однак ФРС зіткнулась із нетиповою проблемою: попри те що значення ставки залишалось максимально наближеним до 0 %, економіка так і не отримала стимулів для розвитку, погравлення економічної активності не відбувалось.

Щоб вплинути на фінансові рішення економічних суб'єктів у період кризи, ФРС використала інструмент «вказівки наперед» (*forward guidance*). Реалізація цього інструменту полягала в тому, що ФРС повідомляла суспільство про майбутній курс монетарної політики та майбутній рівень ставки федеральних фондів, яка мала залишатись близькою до нуля. Розуміючи, що поточні довгострокові ставки встановлюються на основі очікувань суб'єктів щодо



Рис. 3.3. Динаміка ставки федеральних фондів у період 2006–2015 рр.

майбутніх короткострокових ставок, ФРС повідомила про майбутнє збереження низького рівня короткострокових відсоткових ставок, розраховуючи на скорочення поточних довгострокових ставок як додатковий стимул економіки.

2. Окрім зниження процентної ставки, ФРС запровадила **програми кількісного пом'якшення (QE)**.

Сутність цього інструменту полягає в тому, що центральний банк здійснював викуп довгострокових цінних паперів на відкритому ринку з метою збільшення пропозиції грошей, стимулювання інвестування та кредитування. Ці заходи також впливали на відсоткові ставки, знижуючи їх, оскільки пропозиція грошей зростала.

Кількісні пом'якшення зазвичай застосовують тоді, коли ставки на ринку близькі до нуля, але економіка все одно не відчуває достатніх стимулів. За допомогою цього інструменту банки отримують додаткову ліквідність, завдяки чому швидше налагоджують свою діяльність і повертають довіру населення.

Ці ініціативи передбачали широкомасштабну купівлю казначейських облігацій та іпотечних цінних паперів, що в кінцевому підсумку становило приблизно від 1.8 до 4.5 трлн дол. у вигляді придбання активів. Метою було вливання ліквідності у фінансову систему й підтримання кредитних потоків домогосподарствам і підприємствам.

ФРС реалізовувала цю політику в період 2008–2014 рр. для подолання наслідків Великої рецесії.

Цей період прийнято розділяти на три раунди: QE1, QE2 та QE3.

Перший раунд кількісного пом'якшення (QE1) був оголошений ФРС 25 листопада 2008 р. й тривав до березня 2010 р. За цей період ФРС здійснила викуп боргових цінних паперів підприємств із державним фінансуванням або інших державних установ, окрім Міністерства фінансів США, на суму 175 млрд дол. США, а також викуп MBS (іпотечних цінних паперів) підприємств із державним фінансуванням на суму 1.25 трлн дол. США.

Водночас ФРС викупила на ринку казначейські облігації на загальну суму близько 300 млрд дол. США. Перший раунд кількісного пом'якшення надав банківській системі США значну дозу ліквідності, однак бажаного рівня кредитування так і не було досягнуто. Після першого раунду кількісного пом'якшення кредитування в економіці не відновилося навіть за зниженої ставки кредитування (див. рис. 3.4).

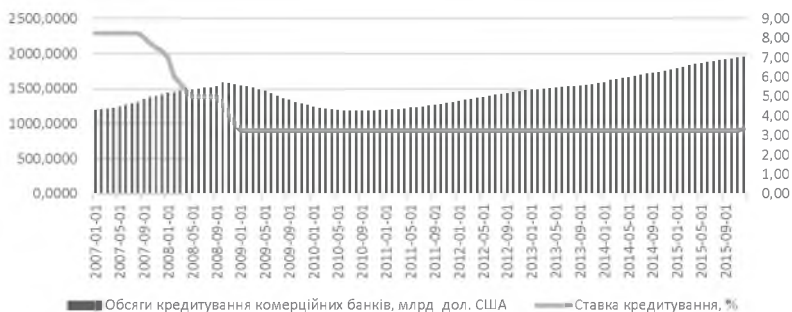


Рис. 3.4. Динаміка обсягів кредитування і ставки кредитування в США з 2007 р. по 2015 р.

Серед основних причин варто насамперед назвати використання банками отриманої ліквідності для списання боргів за субстандартними іпотечними кредитами, які все ще залишалися на банківських балансах. Водночас із підвищенням стандартів кредитування банки почали вимогливіше ставитись до потенційних позичальників, а кредитоспроможність населення все ще була на недостатньому рівні для відновлення кредитування. Тож ФРС зініціювала другий раунд кількісного пом'якшення для подальшого стимулювання економіки.

Другий раунд кількісного пом'якшення (QE2) тривав з листопада 2010 р. по червень 2011 р. У цей період ФРС викупила 600 мільярдів довгострокових казначейських цінних паперів. Основною метою другого раунду кількісного пом'якшення було стимулювання інфляції. Річ у тім, що затяжна дефляція, яка могла б виникнути в умовах сповільненої економіки, стримувала б попит, а отже, економічний розвиток. Тож ФРС мала на меті стимулювання інфляції для пожвавлення попиту. Динаміку інфляції в річному вимірі з 2006 р. до 2019 р. показано на рис. 3.5.

У 2011 р. інфляція в США зросла проти попереднього року (див. рис. 3.5). Отже, так ФРС вдалось уникнути дефляції. Зростання обсягів кредитування почалось одразу після завершення другого раунду кількісного пом'якшення (рис. 3.4). Також у наступні роки інфляція в США була на бажаному для економіки рівні, за винятком 2015 р. (див. рис. 3.5), коли інфляція знову сповільнилась у зв'язку зі значним скороченням цін на енергоносії.

Після другого раунду, а саме у вересні 2012 р., ФРС започаткувала програму зі збільшення строків погашення (*Maturity Extension Program*). У межах цієї програми у 2011–2012 рр. ФРС продала або погасила казначейські цінні папери зі строком погашення до трьох років на суму 667 млрд дол. США та придбала казначейські цінні папери зі строком погашення від 6 до 30 років на ту саму суму. Так ФРС намагалась знизити довгострокові відсоткові ставки, щоб підтримати відновлення економіки після кризи.

Третій раунд кількісного пом'якшення (*QE3*) було оголошено у вересні 2013 р. Від його початку ФРС щомісяця викупувала з ринку MBS (іпотечні цінні папери) на суму 40 млрд дол. США до січня 2014 р., коли щомісячна сума скоротилась до 35 млрд дол. США з подальшим скороченням на 5 млрд дол. США після кожної зустрічі Федерального комітету з питань відкритого ринку до жовтня 2014 р. З січня 2013 р. ФРС також почала викупувати щомісячно казначейські облігації на суму 40 млрд дол. із подальшим скороченням щомісячної суми купівлі на 5 млрд дол. після кожної зустрічі Федерального комітету з питань відкритого ринку. Таким чином за час дії третього раунду, який закінчився в жовтні 2014 р., ФРС викупила MBS (іпотечних цінних паперів) на суму 823 млрд дол. США та казначейських облігацій на суму 790 млрд дол. США. Метою, яку ставила перед собою ФРС під час третього раунду кількісного пом'якшення, було поліпшення перспектив розвитку ринку праці з погляду цінової стабільності.

До того ж перед початком третього раунду ФРС чітко заявила, що й далі проводитиме експансіоністську монетарну політику задля стимулювання економіки, доки економіка не досягне визначених

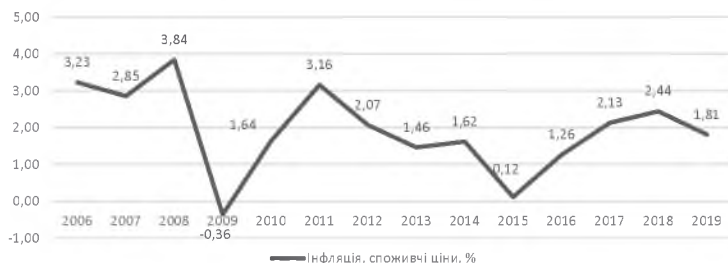


Рис. 3.5. Динаміка річної інфляції в США в період із 2006 р. до 2019 р.

цілей. Збільшуючи пропозицію грошей, ФРС також сприяла утриманню вартості національної валюти США на низькому рівні. Завдяки цьому американські акції ставали більш привабливими для інвесторів, а також стимулювався експорт товарів і послуг. 12 грудня 2012 р. разом з оголошенням щодо купівлі казначейських облігацій ФРС зазначила, що експансіоністська монетарна політика буде до того моменту, поки рівень безробіття не скоротиться до 6,5 %, а інфляція становитиме до 2,5 %. Отже, ФРС мала намір скоротити рівень безробіття, не спровокувавши інфляцію. Динаміку рівня безробіття в США можна побачити на рис. 3.6.

На момент завершення програми кількісного пом'якшення показник безробіття в США залишався на рівні 5,8 % (див. рис. 3.6). Отже, ФРС досягла поставленої перед собою мети. Під час та після завершення третього раунду кількісного пом'якшення кредитування почало стрімко відновлюватись (див. рис. 3.4). Відновлення кредитування сприяло поновленню споживчого попиту, що своєю чергою сприяло збільшенню робочих місць, а отже зменшенню показника безробіття.

З 2014 р. у зв'язку з позитивними тенденціями в економіці та досягненням поставлених цілей політику кількісного пом'якшення було згорнуто.

3. Крім політики зниження процентної ставки й заходів кількісного пом'якшення, щоб вирішити проблеми з ліквідністю і стабілізувати фінансові ринки, Федеральна резервна система також запроваджувала заходи щодо підтримання ліквідності як «кредитор останньої інстанції» (*lender of last resort*) для комерційних банків. ФРС надавала рефінансування тим банківським установам, які не мали можливості використати інші джерела фінансування, а також були дуже значущими для фінансової системи та економіки загалом.



Рис. 3.6. Динаміка рівня безробіття в США в період із 2006 р. до 2016 р.

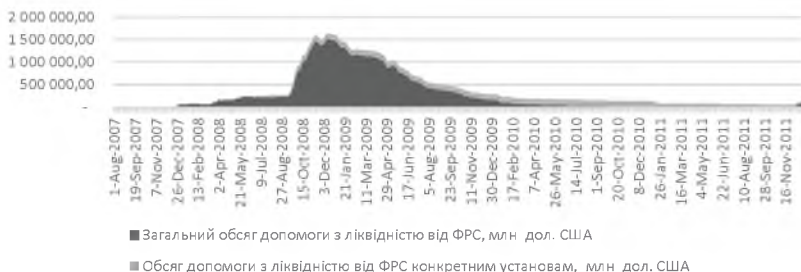


Рис. 3.7. Динаміка допомоги з ліквідністю фінансовій системі від ФРС у період із серпня 2007 р. до грудня 2011 р.

Однак під час фінансової кризи ФРС не лише поставала в ролі кредитора останньої інстанції для банків, а й надавала фінансування деяким небанківським установам для порятунку їх від банкрутства чи допомоги під час їх продажу, що є прикладом нетрадиційних заходів монетарної політики ФРС, які за своєю суттю можуть застосовуватись лише в межах повноважень ФРС у разі надзвичайних ситуацій. На рис. 3.7 показано загальний обсяг допомоги з ліквідністю, наданий ФРС, а також обсяг прямої допомоги, наданої конкретним фінансовим установам.

У серпні 2007 р. загальний обсяг допомоги з ліквідністю від ФРС становив 235 млн дол., а в грудні 2008 р. він досягнув свого піка – 1,52 трлн дол. (див. рис. 3.7). Після подолання кризи й відновлення фінансової стабільності обсяг допомоги з ліквідністю від ФРС значно зменшився.

4. Щоб стабілізувати фінансовий сектор і відновити довіру, уряд США також ініціював **Програму допомоги проблемним активам (Troubled Asset Relief Program, TARP)** у жовтні 2008 р. Завдяки цій програмі до 700 млрд дол. США було витрачено на вливання капіталу в проблемні банки та купівлю проблемних активів.

Загалом, ці та інші рішення монетарної політики допомогли економіці США подолати Велику рецесію та відновити економічне зростання.

Європейські антикризові монетарні заходи, спрямовані на пом'якшення негативних наслідків світового економічного спаду через іпотечну кризу 2007–2009 рр.

Перша група заходів передбачала **рекапіталізацію комерційних банків**, тобто збільшення власного капіталу фінансових установ.

Такі заходи державного регулювання були орієнтовані не тільки на висування посиленних вимог до банків задля підвищення їхньої фінансової стійкості, а й на безпосередню участь держави в рекапіталізації цих установ, а саме: повну або часткову їх націоналізацію (перехід у державну власність) чи надання кредитної підтримки.

Наприклад, було частково або повністю націоналізовано такі банки: нідерландсько-бельгійський «Fortis», британський «Bradford & Bingley» та ісландський «Glitnir». Зокрема, на придбання акцій «Fortis» уряди Бельгії, Нідерландів і Люксембургу виділили 11.2 млрд євро. У Данії з лютого 2009 р. було запропоновано програму рекапіталізації банків із виділенням 100 млрд крон (13.4 млрд євро) державних коштів у формі позики. У межах цієї програми платоспроможні установи могли звертатись за кредитами для збільшення капіталу, розмір ставок за якими становив від 9 % до 11.25 % залежно від кредитного рейтингу конкретного банку.

Друга група заходів для подолання кредитної кризи – **надання державних гарантій фінансовим установам, громадянам, компаніям.** Тобто держава страхувала в такий спосіб від неповернення боргів.

Наприклад, у *Німеччині* на державні гарантії уряд протягом жовтня – грудня 2008 р. виділив 539 млрд дол. Крім того, було створено з 2009 р. додатковий фонд державних кредитів і гарантовано позик на 100 млрд євро для підтримання компаній, які не могли залучити необхідне фінансування через проблеми в банківському секторі.

У *Великій Британії* на державні гарантії уряд протягом жовтня – грудня 2008 р. спрямував 393 млрд дол. До того ж він виділив три основні напрями: гарантії кредитів для малого й середнього бізнесу, створення фонду допомоги проблемним компаніям і розширення списку активів, які приймає Банк Англії як заставу за кредитами. У межах першого напрямку уряд гарантує до 75 % кредитів дрібних і середніх компаній, решту 25 % покривають банки.

У *Данії* з жовтня 2008 р. для боротьби з кредитною кризою було передбачено гарантії уряду для всіх внесків і міжбанківських позик в обмін на зобов'язання фінустанов створити антикризовий фонд до 35 млрд крон.

Якщо узагальнювати, то прийняті урядові програми фінансово-кредитної стабілізації в європейських країнах мали чотири основні напрями розміщення коштів, що розподілялись у такій пропорції:

- 49 % – на забезпечення державних гарантій за боргами банків;
- 15 % – на рекапіталізацію фінансових установ;
- 10 % – на скуповування державою проблемних активів;
- 25 % – на інші цілі (здебільшого пов'язані зі стимулюванням економічного попиту: зниження податкового тягара, розвиток інфраструктури, розширення соціальних програм).

Під час рецесії 2008 року Німеччина запровадила комплексний набір антикризових заходів, спрямованих на пом'якшення негативних наслідків світового економічного спаду. Уряд Німеччини застосував комбінацію монетарної та фінансової політики для стабілізації фінансової системи, стимулювання внутрішнього попиту та збереження рівня зайнятості.

З погляду монетарної політики Європейський центральний банк (ЄЦБ) відіграв головну роль у формуванні відповіді Німеччини на кризу. ЄЦБ застосував серію знижень процентної ставки до історичного мінімуму. Основну ставку рефінансування, наприклад, було поступово знижено з 4,25 % у липні 2008 р. до 1 % в травні 2009 р. Це зниження було спрямовано на стимулювання запозичень, інвестування та економічної активності. Крім того, ЄЦБ надавав банкам підтримку ліквідності та здійснював операції довгострокового рефінансування. У грудні 2008 р. ЄЦБ провів довгострокову операцію рефінансування зі строком погашення один рік, надавши близько 348 млрд євро підтримання ліквідності європейським банкам. Але ЄЦБ не брав участі в широкомасштабному QE такою мірою, як ФРС у США.

Україна також зіткнулася з проблемами іпотечної кризи 2007–2009 рр., і держава в особі Національного банку (НБУ) вжила низку заходів.

Відповідь України на кризу передбачала експансіоністську монетарну політику. НБУ вжив низку заходів для забезпечення фінансової стабільності та стимулювання кредитування.

1. Перша група заходів передбачала **зниження процентних ставок для стимулювання запозичень та інвестицій, підтримання ліквідності банківського сектору**. Облікову ставку було знижено з 12,5 % у 2008 р. до 7,5 % на кінець 2009 р. Також НБУ здійснював інтервенції на валютному ринку, щоб контролювати коливання валютних курсів і підтримувати стабільність.

2. У період кризи також використовувався кредитний канал монетарної політики, коли **НБУ виконував роль «кредитора останньої інстанції» і здійснював рефінансування комерційних банків**. У 2008 р. загальна сума рефінансування банків становила 169.5 млрд грн проти 2.08 млрд грн у 2007 р. Пік рефінансування припав на останній квартал 2008 р. З 2009 р. обсяги рефінансування банків НБУ було скорочено.

3. Поряд з активізацією кредитного каналу для підтримання комерційних банків було запроваджено **нові правила рефінансування комерційних установ**.

Зокрема, за правилами рефінансування до жовтня 2008 р. (до розгортання фінансової кризи в Україні) банк мав право на кредит від НБУ терміном до 1 року на умовах 15 % річних в обсязі до 60 % регулятивного капіталу і 90 % вартості поданого забезпечення. У процесі посилення кризових явищ в економіці загалом та у фінансовому секторі зокрема Національний банк України запровадив нові правила рефінансування комерційних установ.

Згідно з нормами Постанови Правління Національного банку України від 11.11.2008 № 367 «Про внесення змін до постанови Правління Національного банку України від 11.10.2008 № 319» було зафіксовано право на отримання оперативного рефінансування у разі відпливу депозитів тільки тим кредитним установам, які організовані у формі відкритих акціонерних товариств і оплачений статутний капітал яких становить не менш як 500 млн грн. У заставу можна було запропонувати 51 % акцій банку. На 1 жовтня 2008 р. цим вимогам відповідали лише 17 фінансових установ із 182. Тобто ключовою нормою Постанови № 367 було те, що одержати рефінансування в разі відпливу депозитів могли тільки найбільші комерційні банки.

Подібні заходи були, з одного боку, позитивні, оскільки були спрямовані передовсім на підтримання найбільших і системних фінансових установ, чий можливі банкрутства могли спровокувати ланцюгову реакцію в банківській системі загалом. З іншого боку, поза межами державної фінансової підтримки залишилась більшість банків країни. За таких вимог навіть не всі системні фінансові установи могли розраховувати на гроші Національного банку України. А решта фінансових установ в умовах кризи ліквідності могли або розраховувати на кредитну підтримку іноземних материнських

структур, або підвищувати капітал до планки 500 млн грн, або розпродавати активи й залучати інвесторів.

Крім того, подібна практика призвела до ще однієї проблеми: набуло поширення шахрайство (нечесність) з боку великих комерційних банків, коли отримані від НБУ кошти рефінансування спрямовувались на купівлю валюти з подальшим виведенням валютних потоків в офшори.

4. Ще одним напрямом антикризових заходів у вітчизняній кредитній сфері була **рекапіталізація банків, що передбачала збільшення власного капіталу фінустанов (наприклад, шляхом додаткової емісії акцій)**. Вимогу до України рекапіталізувати банки зафіксовано і з боку Міжнародного валютного фонду під час надання кредитної підтримки. На 1 квітня 2009 р. уряд України виділив із бюджету 44 млрд грн (5,7 млрд дол.) на рекапіталізацію фінансових установ країни. Кошти було надано 10–15 найбільшим банкам із великими обсягами депозитів. На першому етапі рекапіталізації Міністерство фінансів України викупувало контрольний пакет акцій КБ, а надалі розглядало можливість надання субординованих кредитів і викуп привілейованих акцій банків.

5. Для подолання кризових явищ і підтримання ліквідності банківської системи та грошово-кредитного сектору в той період НБУ активно вживав **заходи обмежувально-адміністративного характеру**.

Різновидом заходів боротьби з кредитною кризою в Україні була тимчасова заборона на дострокове зняття депозитів. Зокрема, норми Постанови Правління НБУ «Про додаткові заходи щодо діяльності банків» від 11.10.2008 № 319 обмежували можливість громадян розпоряджатися власними грошима у зв'язку із заборонаю на дострокове зняття з рахунків депозитних внесків. Це, з одного боку, підтримало фінансовий сектор і скоротило відплив капіталів із депозитів, а з іншого – призвело до падіння рейтингу довіри населення до банківської системи загалом.

Україна тоді була єдиною державою в Європі, у якій клієнт мав можливість достроково знімати кошти з депозитів. Тому заходи Національного банку можна розглядати і як антикризові, і як такі, що узгодили ситуацію в Україні з міжнародною практикою. Постановою Правління НБУ від 04.12.2008 № 413 комерційним банкам було заборонено робити дострокове повернення депозитів, оскільки вони вкладені в довготермінові кредити й інші активи.

Порівнюючи заходи з подолання кредитної кризи у світі та в Україні, варто вказати на відмінності в антикризових заходах на шляху подолання кризових явищ і виходу з рецесії: у США – використання монетарних трансмісійних механізмів через процентний канал і канал операцій на відкритому ринку; у країнах Європи – заходи процентного та кредитного каналів; в Україні ж – меншою мірою заходи монетарного впливу, натомість активніше застосування обмежувально-адміністративних кроків.

3.2. Процентна політика і таргетування інфляції: ефекти впливу на українську економіку в період 2016–2020 рр.

Як показує світовий досвід, монетарна політика багатьох розвинутих країн зосереджена на режимі інфляційного таргетування.

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).

Цінова стабільність (низька і стабільна інфляція) є ключовою метою політики інфляційного таргетування, оскільки це забезпечує сприятливі умови для економічного зростання та високого рівня зайнятості в країні:

- передбачуване середовище для ухвалення споживчих та інвестиційних рішень;
- захист доходів і заощаджень населення від інфляційного знецінення;
- довіра до національної валюти;
- низькі реальні та номінальні процентні ставки.

Американський економіст Мілтон Фрідмен, лауреат Нобелівської премії з економіки 1976 року за досягнення в дослідженні споживчого аналізу, розробленні грошово-кредитної теорії та демонстрації

складності стабілізаційної політики, стверджував, що **інфляція завжди і всюди є грошовим феноменом**.

Унікальна функція центрального банку щодо забезпечення країни грошима природно зумовлює його відповідальність за цінову стабільність.

Різновиди інфляційного таргетування:

- *залежно від ступеня коливань показника інфляції:*
 - жорстке таргетування, за якого задається конкретний показник інфляції, який 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, у Канаді, де фінансова стабільність уже є доволі високою, лише виникає необхідність взяти за мету низький рівень інфляції;
 - приховане таргетування передбачає стабілізацію рівня інфляції без відкритої звітності про цільові показники. Цей різновид таргетування застосовується у разі, коли 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. Центральний банк має на меті зниження рівня інфляції і водночас 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 за одночасної очевидності потреби боротьби з інфляцією, а також проблематичність введення цільових показників інфляції, оскільки економіка таких країн дуже вразлива до циклічних фінансових шоків.

Для впровадження політики таргетування інфляції економіка країни має відповідати певним умовам.

Макроекономічні передумови інфляційного таргетування

1. Дієвий трансмісійний механізм процентного каналу з ключовим інструментом процентною ставкою. Перед упровадженням

політики інфляційного таргетування центральний банк має бути впевнений, що зміна облікової ставки матиме вплив на елементи трансмісійного механізму, тобто має простежуватись чітка кореляція між обліковою ставкою та інфляцією.

2. Добре розвинутий фінансовий ринок країни. Ринкові відсоткові 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 й підзвітна монетарна політика – чітке розмежування обов'язків і відповідальності підрозділів ЦБ.

7. Принцип відсутності «фіскального домінування» та ін.

Спектр дій у межах розвиненої системи інфляційного таргетування

1. Уряду спільно з ЦБ потрібно провадити 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.

2. Передбачається інституціональне зобов'язання у формі правил і процедур, за якими має діяти ЦБ, а також його повна незалежність у сфері застосування інструментів монетарної політики.

3. Необхідна чітка стратегічна визначеність щодо того, як саме монетарна політика шляхом зміни процентної ставки може доводити рівень інфляції до цільового показника.

4. Реалізується чітка й комплексна система комунікацій ЦБ з усіма макроекономічними агентами для підтримання довіри до монетарної політики з метою утримання інфляційних очікувань на низькому рівні.

5. Має посилюватися підзвітність ЦБ перед суспільством.

6. Необхідне створення досконалої системи економічного аналізу та прогнозування з метою ухвалення рішень у сфері монетарної політики та ін.

Позитивні наслідки застосування режиму інфляційного таргетування:

- зниження рівня інфляції та стабільна динаміка змін;
- зменшення рівня інфляційних очікувань суб'єктів економіки та економічної невизначеності, що, своєю чергою, суттєво впливає на поліпшення інвестиційного клімату і сприяє стабілізації економічного зростання.

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

Економічний зміст таргетування інфляції полягає не в досягненні низького рівня інфляції будь-якою ціною. Основна мета запровадження цього виду монетарної стратегії – зниження інфляційних очікувань усіх суб'єктів економіки шляхом підвищення їхньої довіри до монетарної політики центрального банку.

Між зміною облікової ставки та змінами сукупного попиту є певний часовий лаг, і ще довший лаг є перед тим, як зміна облікової ставки вплине на споживчі ціни.

У світовій практиці максимальний часовий лаг між зміною облікової ставки та зміною сукупного попиту оцінено в один рік. А максимальний часовий лаг між зміною облікової ставки та зміною рівня споживчих цін – близько двох років. Отже, рішення про зміну облікової ставки має базуватись не на поточній інфляції, а на прогнозах та очікуваннях рівня інфляції в найближчі 2 роки.

Вагомою складовою частиною 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 1.2), оскільки потоки капіталу та волатильність обмінного курсу можуть негативно вплинути на макроекономічну стабільність через канали реального та фінансового секторів, особливо в малих відкритих економіках, якою також є 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.

До визначення ролі обмінного курсу в умовах режиму інфляційного таргетування застосовують різні підходи:

- *активний* – 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* – 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, які загрожують досягненню інфляційної мети.

Загалом, 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.

Рішення з монетарної політики за інфляційного таргетування базуються на **прогнозі інфляції**: процентні ставки за інструментами монетарної політики повинні забезпечувати зближення прогнозу інфляції до значення таргету в середньостроковому періоді.

На практиці правило монетарної політики є гнучкішим (зазвичай правило Тейлора) (рис. 3.8).

Важливо розуміти монетарний *трансмісійний механізм режиму інфляційного таргетування*, оскільки саме він і реакція на шоки є підґрунтям монетарних рішень.

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



Рис. 3.8. Прогнозний розрахунок показника інфляції



Рис. 3.9. Трансмісійний механізм монетарної політики та реакція на шоки

На трансмісійний механізм (див. рис. 3.9) впливають різноманітні зовнішні шоки, зокрема:

- 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.

У разі маніпулювання 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.

Щоб не допустити ескалації інфляційних очікувань, критично важливими є:

- чітка комунікація від центрального банку про терміни 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:

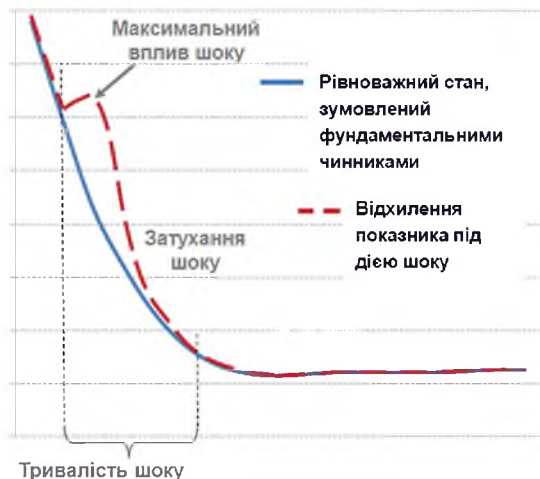


Рис. 3.10. Приклад прояву шоку

- 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. 3.10).

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

Оптимальний набір інструментів НБУ для досягнення поставлених цілей політики таргетування інфляції:

- основний інструмент – ключова процентна ставка (облікова ставка центрального банку);
- допоміжний інструмент – валютні інтервенції, що використовуються з огляду на 3 завдання:
 - 1) накопичення золотовалютних резервів (міжнародних резервів);
 - 2) згладжування функціонування валютного ринку;
 - 3) підтримання трансмісії ключової процентної ставки.

Ці інструменти по-різному поєднуються для різних типів шоків.

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

Для досягнення своїх цілей НБУ використовував набір інструментів:

- *ключова процентна ставка* – основний інструмент;
- *валютні інтервенції* – допоміжний інструмент, який використовується з огляду на такі завдання: накопичення ЗВР, згладжування функціонування валютного ринку, підтримання трансмісії ключової процентної ставки;
- *макропруденційні інструменти*, у тому числі для впливу на потоки міжнародного капіталу.

Поєднання цих інструментів має бути різним для різних типів шоків.

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

Типи шоків за причиною появи:

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

У разі вказаних вище шоків можуть виникати такі проблеми в економіці:

1. У всіх випадках виникає відхилення інфляції від цільової. З огляду на гнучкість режиму інфляційного таргетування можливою є різна реакція на шоки з використанням двох інструментів (процентна ставка, валютні інтервенції).

2. Для оптимального поєднання інструментів потрібно зважати на необхідність:

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

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

Шок 1. Зростання внутрішнього попиту (рис. 3.11–3.13).



Рис. 3.11. Зростання внутрішнього попиту як чинник інфляційного тиску

Припустимо, відбувається шок внутрішнього попиту (розмір шоку – 4 п. п.) внаслідок, наприклад, зростання соціальних виплат чи збільшення заробітних плат. На першому етапі обмінний курс

ревалюує через зростання ключової ставки (рис. 3.12–3.13), але згодом погіршення торговельного балансу через високий внутрішній попит веде до девальваційного тиску.

Можливі сценарії від НБУ (рис. 3.13)

Сценарій № 1 – без проведення валютних інтервенцій, вища волатильність валютного курсу, більш тривале підвищення ключової ставки у відповідь на інфляційні ефекти від девальвації.

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

Монетарна політика НБУ у разі шоку 1 (без інтервенцій)

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

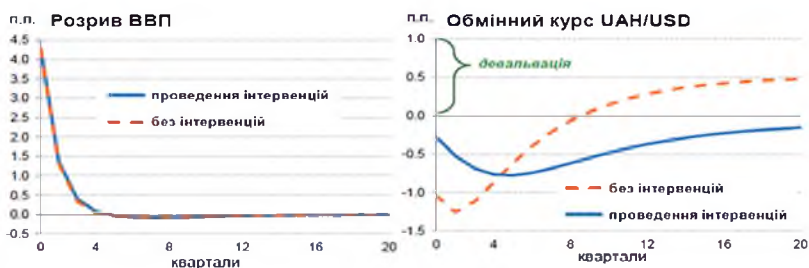


Рис. 3.12. Зміни макропоказників у разі шоку
«зростання внутрішнього попиту», ч. 1

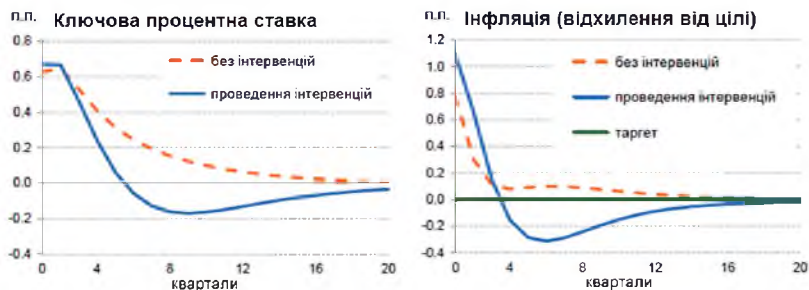


Рис. 3.13. Зміни макропоказників у разі шоку
«зростання внутрішнього попиту», ч. 2

золотовалютних резервів. Сценарій з валютними інтервенціями є «проїданням» золотовалютних резервів із посиленою волатильністю інфляції.

Шок 2. Зростання пропозиції – зниження внутрішніх цін (рис. 3.14)

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

Можливі сценарії від НБУ

Сценарій № 1. Відбувається більш поступове повернення інфляції до мети. У такому сценарії НБУ дозволяє курсу ревальвувати до нового фундаментального рівня (рис. 3.15), а ревальвація курсу дозволяє більш суттєво знизити ключову ставку (рис. 3.14). Одним із негативних моментів є те, що ревальвація курсу за такого сценарію усуває стимул для виробництва, отриманий внаслідок зниження ключової ставки.

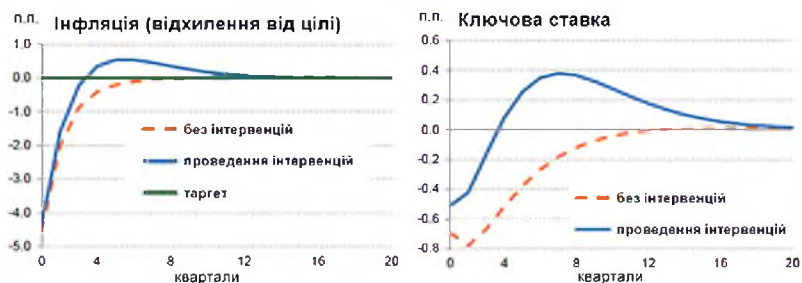


Рис. 3.14. Зміни макропоказників у разі шоку «зростання пропозиції», ч. 1

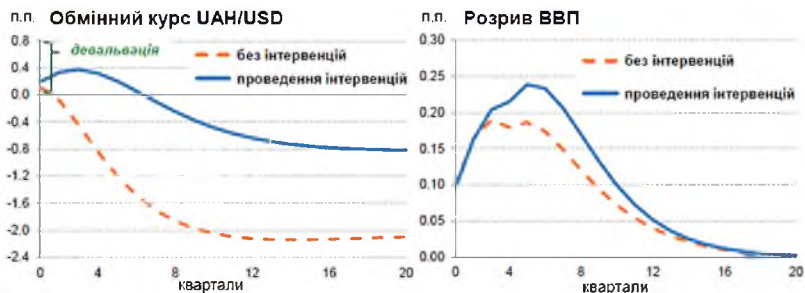


Рис. 3.15. Зміни макропоказників у разі шоку «зростання пропозиції», ч. 2

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. 3.14), а НБУ проводить валютні інтервенції з викупу валюти та дозволяє лише обмежену ревальвацію (рис. 3.15). Підтримання курсу на заниженому рівні дає змогу збільшити стимули для виробництва, яке зростає більше, ніж у сценарії № 1.

Монетарна політика НБУ у разі шоку 2 (з інтервенціями):

- 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 мати більший стимул, ніж зниження ключової ставки для протидії перегріву економіки;
- у разі оберненого шоку – зниження пропозиції, що призводить до зростання інфляції, реакція має бути асиметричною, тобто варто діяти без валютних інтервенцій. Це зумовить більшу девальвацію. Але призведе до менших втрат ВВП, менш волатильної інфляції та меншої втрати золотовалютних резервів.

Шок 3. Зростання цін експорту (рис. 3.16–3.18)

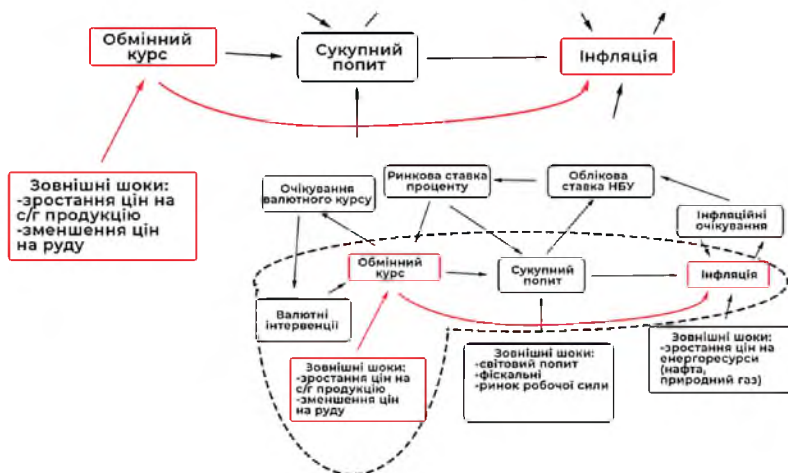


Рис. 3.16. Зростання цін експорту як чинник інфляційного тиску

Поліпшення торговельного балансу (розмір шоку 20 %) веде до ревальваційного тиску (рис. 3.18).

Можливі сценарії від НБУ

Сценарій № 1. НБУ дозволяє обмінному курсу ревальвувати (рис. 3.10), облікова ставка незначно зростає для пригнічення вторинних ефектів інфляції, зумовлених поверненням курсу до попереднього рівня після ревальвації (рис. 3.17–3.18).

Сценарій № 2. НБУ проводить інтервенції, які обмежують ревальвацію, ключова ставка має значно зрости для вгамування інфляційного тиску, який не стримується динамікою курсу (рис. 3.18).

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

Монетарна політика НБУ у разі шоку 3

Реакція монетарної політики має зумовлюватися загальним макроекономічним контекстом, у якому відбувається шок:

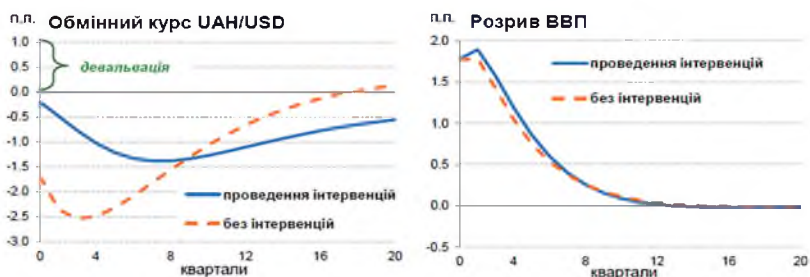


Рис. 3.17. Зміни макропоказників у разі шоку «зростання цін експорту», ч. 1



Рис. 3.18. Зміни макропоказників у разі шоку «зростання цін експорту», ч. 2

- (з інтервенціями) якщо інфляція є пригніченою (наприклад, через низький внутрішній попит), НБУ може поповнювати ЗВР і допустити зростання інфляції;
- (без інтервенцій) 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 потрібно не допустити ревальвації, щоб убезпечити обмінний курс від значної волатильності, яка негативно відображається на інфляційних очікуваннях у більш довгостроковій перспективі.

Шок 4. Приплив «гарячого» капіталу та ін. (монетарна інфляція) (рис. 3.19–3.20)

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 відсоткові ставки в бік їх зниження та тиск на обмінний курс національної валюти в бік її ревальвації.

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

Варіанти комбінування політик для подолання шоку 4 (рис. 3.19–3.20)

Сценарій №1. Не знижувати облікову ставку 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 відсоткової ставки.

Сценарій №2. Зниження облікової 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 облікової ставки зумовлює менший дефляційний ефект та швидке повернення до попереднього рівня.

Сценарій №3. Зниження облікової 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 вважають найоптимальнішим щодо втрат ВВП, торговельний дефіцит є незначним і скорочується.

Монетарна політика НБУ у разі шоку 4

- Конфлікт цілей за припливу «гарячого» капіталу, як і сам факт такого припливу, виникає здебільшого, коли вже наявний перегрів економіки, який зумовлює посилення інфляційного тиску.
- Уникнути втрат в економічному зростанні й підвищенні волатильності обмінного курсу та інфляції можливо завдяки поєднанню заходів «непроведення валютних інтервенцій» (політика гнучкого валютного курсу), зниження облікової ставки та контролю за короткостроковим капіталом.

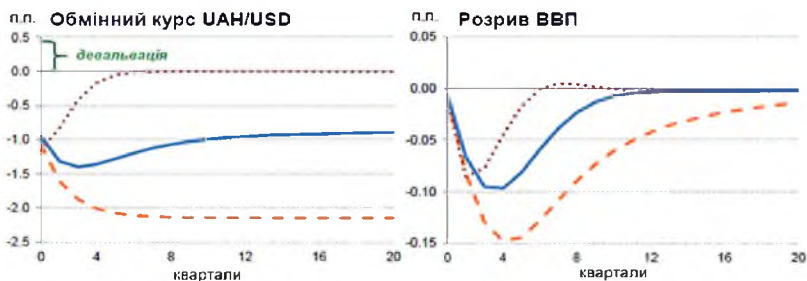


Рис. 3.19. Зміни макропоказників у разі шоку «приплив “гарячого” капіталу», ч. 1

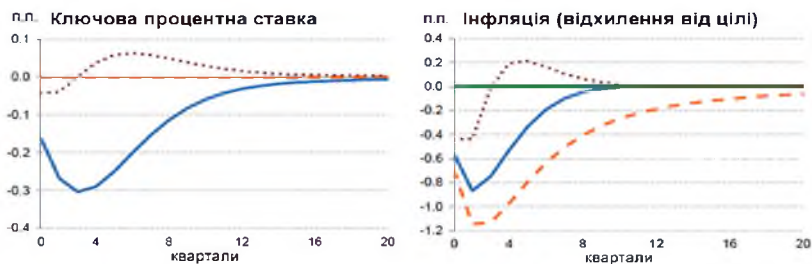


Рис. 3.20. Зміни макропоказників у разі шоку «приплив “гарячого” капіталу», ч. 2

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 фінансова, макропруденційна та інші політики.

Метою політики таргетування інфляції є не лише низький інфляційний показник, а й зниження інфляційних очікувань усіх суб'єктів економіки. На рис. 3.21 показано шоки впливу на інфляційні очікування і, в підсумку, на інфляцію. На рис. 3.22 продемонстровано динаміку інфляційних очікувань економічних агентів в Україні.



Рис. 3.21. Шоки впливу на інфляційні очікування і, в підсумку, на інфляцію

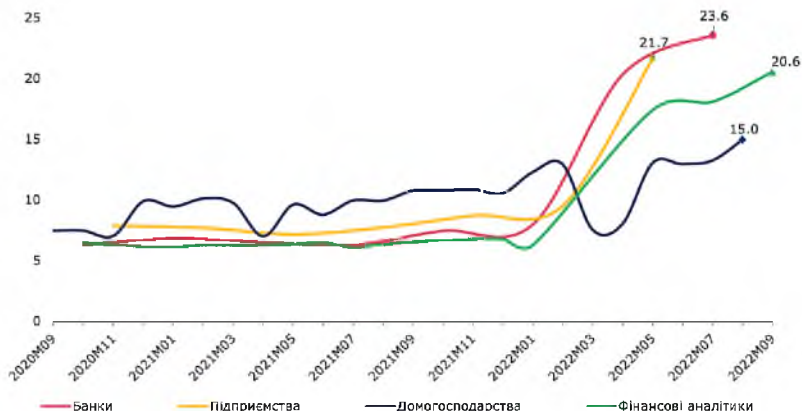


Рис. 3.22. Динаміка інфляційних очікувань економічних агентів в Україні

Загалом перехід на політику інфляційного таргетування з доповнювальними заходами з управління валютним курсом був доволі результативним в українській практиці як в останні роки до повномасштабного російського вторгнення 2022 року, так і в період війни.

3.3. Монетарні заходи під час війни в Україні з 2022 р.

Функціонування грошового й кредитного секторів у воєнних умовах в Україні (з лютого 2022 р.) супроводжувалось змінами як у самих характеристиках його функціонування, так і в антикризових заходах монетарного регулювання.

Антикризові кроки Національного банку України:

- обмежувально-адміністративні заходи впливу на рух грошей;
- продовження режиму інфляційного таргетування одночасно зі змінами в принципах монетарної політики для забезпечення цінової та фінансової стабільності;
- заходи валютної політики;
- заходи монетарної політики для комерційних банків та ін.

Обмежувально-адміністративні заходи впливу на рух грошей

1. Нові ліміти на операції з готівкою та перекази.

Зняття в Україні готівкових коштів:

- з гривневих рахунків – до 100 тис. грн у день;
- з валютних рахунків – до 100 тис. грн у день (в еквіваленті).

Зняття за межами України готівкових коштів (з 21.03.2022):

- з гривневих рахунків – до 12,5 тис. грн в еквіваленті на сім календарних днів;
- з валютних рахунків – до 100 тис. грн в еквіваленті на день.

2. У період першого півріччя війни було організовано обмін гривневої готівки за кордоном. Національний банк України уклав 10 угод про обмін готівкової гривні на іноземну валюту з центральними банками країн Європи, загальний ліміт проведення операцій у межах яких становив 17,5 млрд грн.

Структура обміну готівкової гривні в розрізі країн була такою:

Польща – 78 %;

Німеччина – 16 %;

Нідерланди – 3 %;

Бельгія – 2 %;

Швеція – 1 %.

3. Перекази між фізичними особами за кордон було дозволено на суму до 100 тис. грн на календарний місяць з усіх рахунків фізичної особи – клієнта банку, відкритих в іноземній валюті.

4. Розрахунки (оплати вартості товарів, робіт та послуг) за кордоном із використанням електронних платіжних засобів було дозволено:

- на суму в еквіваленті до 100 тис. грн на календарний місяць з усіх рахунків клієнта банку, відкритих у національній валюті;
- без обмеження суми з усіх рахунків клієнта банку, відкритих в іноземній валюті.

5. Було призупинено здійснення випуску електронних грошей, поповнення електронних гаманців електронними грошима, розповсюдження електронних грошей.

Комерційним банкам було заборонено:

- видачу ощадних сертифікатів, номінованих в іноземній валюті;
- укладання деривативних контрактів грошового ринку (крім свопів), на підставі яких виникають обов'язки в сторін цього контракту щодо купівлі, продажу іноземної валюти/банківських металів за гривню, а також деривативні контракти грошового ринку (крім свопів), базовим показником яких є курс іноземної валюти до гривні, валютний індекс (курси декількох валют), виражений у гривні, ціна на банківські метали – у гривні;
- здійснювати реструктуризацію заборгованості за кредитними договорами, укладеними ними з клієнтами-позичальниками (крім банків), шляхом зміни валюти виконання зобов'язання за банківським кредитом з іноземної валюти на гривні;
- надавати кредити в національній валюті з метою погашення клієнтом-позичальником банківських кредитів в іноземній валюті (включно з процентами та іншими платежами за кредитним договором в іноземній валюті);
- здійснювати погашення кредитів, позик, одержаних ними за договорами з нерезидентами (включно зі сплатою процентів

та інших платежів за такими договорами), раніше строку (найбільш віддаленої дати), визначеного умовами відповідного договору для своєчасного виконання такого платежу;

- скорочувати строки виконання ними боргових зобов'язань за кредитами, позиками, одержаними за договорами з нерезидентами.

Для збереження макроекономічної стабільності у воєнний час **НБУ змінив принципи проведення монетарної політики** (табл. 3.1).

У період дії воєнного стану Національний банк України (НБУ) продовжував реалізацію заходів у монетарній політиці та регулюванні фінансового сектору, спрямованих на підтримання фінансової стійкості в країні.

Зокрема, з метою запобігання виведенню капіталу за кордон і недопущення виникнення макроекономічних дисбалансів з 4 квітня 2023 р. було тимчасово скорочено граничні строки розрахунків за експортно-імпортними операціями з 365 до 90 календарних днів. Вказані вимоги застосовувалися до операцій резидентів з експорту та імпорту товарів.

Таблиця 3.1

Монетарні заходи НБУ щодо забезпечення цінової та фінансової стабільності в мирний час і в період дії воєнного стану

Мирний час	Період дії воєнного стану
Ключова облікова ставка – основний інструмент монетарної політики	Відтермінування рішень щодо облікової ставки (березень – травень)
Перспективний характер ухвалення рішень з монетарної політики	Реакція на середовище, що стрімко змінюється
Операційний дизайн монетарної політики для дієвості облікової ставки	Операційний дизайн маркет-мейкера останньої інстанції: забезпечення належного рівня ліквідності та гнучкості банків в управлінні нею
Дотримання режиму плаваючого обмінного курсу	Фіксація обмінного курсу – номінальний якір для очікувань та антиінфляційний інструмент
Згладжування коливань обмінного курсу за допомогою валютних інтервенцій	Валютні інтервенції – основна монетарна операція
Курс на скасування валютних обмежень і лібералізацію руху капіталу	Обмеження на валютні операції та рух капіталу для підтримання фіксації курсу
Заборона на монетарне фінансування бюджету	Монетарне фінансування бюджету

Також Рада НБУ рішенням від 15 квітня 2023 р. схвалила Основні засади грошово-кредитної політики на період воєнного стану, що діятимуть до нормалізації функціонування економіки та фінансової системи. Цей документ, зокрема, спрямований на якнайшвидшу повну відмову від фінансування з боку регулятора лише критичних видатків уряду з метою уникнення фіскального домінування та високої інфляції, на запобігання зниженню довіри до НБУ та ускладненню процесу євроінтеграції України й співпраці з міжнародними фінансовими донорами.

Основні засади грошово-кредитної політики на період воєнного стану передбачають:

- збереження власної інституційної, фінансової та операційної незалежності регулятора для належного виконання ним власних функцій;
- подальше підтримання стабільної роботи банківської системи;
- активну протидію агресії на фінансовому фронті;
- сприяння розв'язанню проблем українських біженців;
- недопущення звуження сфери застосування гривні як єдиного законного платіжного засобу в Україні;
- сприяння залученню зовнішнього фінансування й запровадження реформ в Україні.

У цьому документі також зазначено: «Національний банк надаватиме подальшу підтримку та вживатиме невідкладних заходів для забезпечення фінансової стабільності. З урахуванням структурної позиції ліквідності банківської системи (профіцит або дефіцит) та її обсягів Національний банк за потреби здійснюватиме гнучку адаптацію операційного дизайну грошово-кредитної (монетарної) політики з метою сприяння оптимальному балансу між забезпеченням належного рівня ліквідності банківської системи для реагування на можливу турбулентність на фінансових ринках і посиленням процентного каналу монетарної трансмісії. За умови зниження ризиків для ліквідності банківської системи Національний банк згорне екстрені заходи підтримки банків. Забезпечення середовища з низькою та стабільною інфляцією в умовах плаваючого обмінного курсу залишатиметься основним внеском з боку Національного банку в стійке відновлення економіки України в повоєнний час».

Заходи **валютної політики** з метою стабілізації валютного ринку і запобігання відпливу капіталу після повномасштабного російського вторгнення

Від початку війни в Україні було запроваджено нові заходи курсової політики та валютні обмеження.

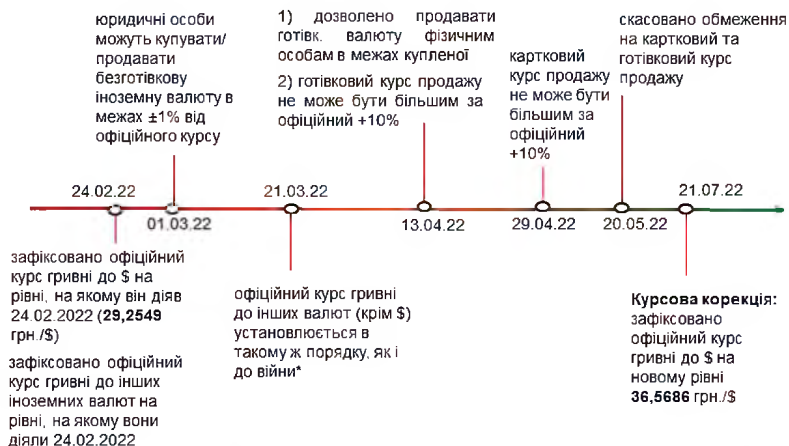
Курсова політика під час війни (рис. 3.23):

- зафіксовано офіційний курс гривні до долара США, офіційний курс інших валют змінювався відповідно до зміни курсу валют до долара;
- проведення всіх безготівкових операцій з купівлі/продажу валюти (крім продажу населенню під строковий депозит) за курсом, що відхиляється від офіційного не більше ніж на 1 %;
- скасовано обмеження на встановлення курсів за готівковими та картковими операціями.

Фіксація курсу на початку війни дала змогу стримати паніку та інфляційний тиск, а отже – зберегти стійкість економіки.

Фіксований курс став якорем для фінансової системи, який допоміг запобігти паніці в перші дні нападу, стримати погіршення очікувань і зберегти стійкість фінансової системи (рис. 3.24, табл. 3.2).

У березні – квітні 2022 р. спред між офіційним і готівковим курсами залишався помірним, що сприяло збереженню стійкості режиму фіксації курсу.



* підставі інформації про курс гривні до \$ США та про котирування Bloomberg Foreign Exchange Fixings Rate (BFX) іноземних валют.

<https://bank.gov.ua/>

Рис. 3.23. Курсова політика в Україні під час війни

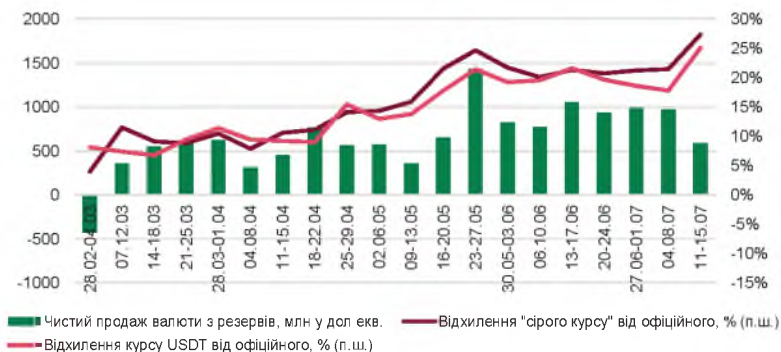


Рис. 3.24. Чисті інтервенції НБУ та відхилення «ринкових» курсів від офіційного з початку повномасштабної війни. 2022 р.

Таблиця 3.2

Заходи курсової корекції у воєнних умовах в Україні

Види заходів	Переваги	Недоліки
Разова корекція + фіксація Переприв'язка офіційного курсу на наближеному до «справедливого» рівні → фіксація зі збереженням коридору інтервенцій +/- 1 % до офіційного курсу	• збереження номінального якоря та обмежене зростання цін; • менший ризик погіршення курсових очікувань (через фіксацію на «справедливому рівні»); • зменшення спекулятивної складової в курсовому тиску → економія резервів; • простіше в технічному виконанні	• ризики подальшої втрати довіри у разі подальшого накопичення дисбалансів; • складність комунікації відстрочення повернення до плавання курсу

Види заходів	Переваги	Недоліки
Разова корекція + плавання Переприв'язка офіційного курсу → пошук рівноважного курсу ринком + згладжування за допомогою інтервенцій	- більша гнучкість з огляду на відсутність зобов'язань; - очікувана послідовність політики плавання; - легкість комунікації: новий офіційний курс визначається не директивно, а ринком (хоча й до певної міри)	- відсутність номінального якоря стабільності (наразі інфляція не може ним бути); - самозбалансування ринку ускладнене → ризик фіксації на більш девальвованому рівні або хронічної девальвації; - вищий ризик погіршення курсових очікувань та накопичення спекулятивних стимулів → більші витрати резервів (зокрема на початковому етапі); - триваліший період пошуку точки нової рівноваги → зменшення пропозиції валюти; - необхідність більш жорсткої монетарної політики

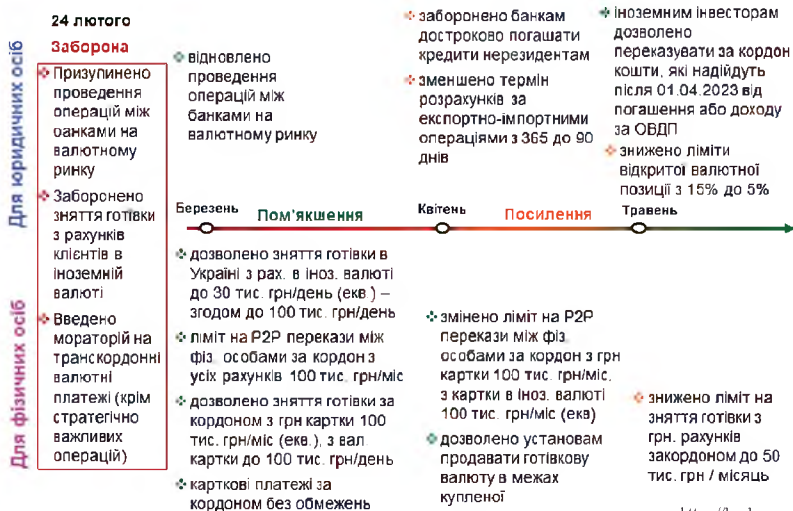


Рис. 3.25. Валютні обмеження НБУ протягом лютого – травня 2022 р.

Фіксація обмінного курсу гривні не лише безпосередньо стримувала зростання собівартості товарів і послуг, зокрема через вартість критичного імпорту, а й гальмувала фундаментальний тиск, впливаючи на інфляційні й курсові очікування громадян і бізнесу. За оцінками НБУ, якби офіційний курс не було зафіксовано, інфляція була б на 8 в. п. вищою.

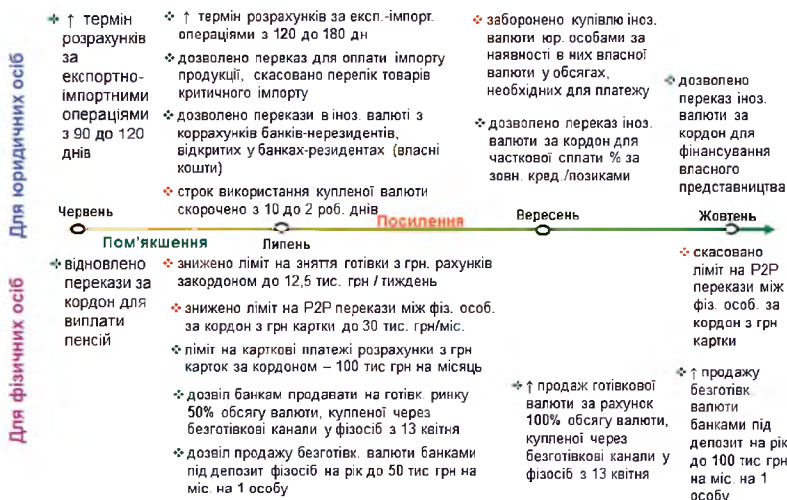
Одномоментна переприв'язка з подальшою фіксацією дала змогу зберегти номінальний якір в умовах невизначеності (табл. 3.2).

Валютні обмеження, запроваджені з перших днів війни, також були спрямовані на стабілізацію ринку й запобігання відпливу капіталу.

Протягом першого півріччя повномасштабної війни валютні обмеження (в межах заходів валютної політики) пройшли кілька етапів у своїх змінах – від максимального їх посилення до полегшення й поступового повернення до передвоєнних умов (рис. 3.25–3.26, табл. 3.3).

Для захисту гривневих заощаджень від зміни офіційного курсу з жовтня 2022 р. було запроваджено такий інструмент, як *депозит із захистом від зміни курсу*. Логіка дії такого депозиту передбачала:

- купівлю доларів за курсом 36,6 грн/дол. США та розміщення їх на депозит строком від шести місяців;
- продаж валюти банком за офіційним курсом НБУ, який діятиме на момент продажу в день закінчення терміну депозиту.



<https://bank.gov.ua/>

Рис. 3.26. Валютні обмеження НБУ протягом червня – жовтня 2022 р.

Таблиця 3.3

Валютні обмеження НБУ протягом 4 кв. 2022 р. – 2 кв. 2023 р.

	Baseline	PCPI	Debt	Trade
Зняття валюти з валютних карток	UAH 100к/день	UAH 100к/день	UAH 70к/день	Повна заборона
Зняття з гривневих карток за кордоном	UAH 12.5к/тиждень	UAH 12.5к/тиждень	UAH 12.5к/тиждень	UAH 10к/тиждень
Розрахунки за кордоном гривневими картками	UAH 100к/місяць	UAH 100к/місяць	UAH 100к/місяць	UAH 100к/місяць
P2P перекази за кордон	Повна заборона	Повна заборона	Повна заборона	Повна заборона
Продаж готівкової валюти банкам	Готівкова валюта, придбана банками + безготівкова валюта, придбана у фізичних осіб	Готівкова валюта, придбана банками + безготівкова валюта, придбана у фізичних осіб	Готівкова валюта, придбана банками + 50 % безготівкової валюти, придбаної у фізичних осіб	Повна заборона
Онлайн-купівля валюти	UAH 100к/місяць + депозит мінім. на 3 місяці	UAH 100к/місяць + депозит мінім. на 3 місяці	UAH 50к/місяць + депозит мінім. на 3 місяці	Повна заборона
Курс валют за картковими рахунками	Без обмежень	Без обмежень	Official + 10 %	Official + 1 %
SWIFT-платежі за кордон	Повна заборона	Повна заборона	Повна заборона	Повна заборона
Платежі за імпорт	Товари 100 % Послуги 50 %	Товари 100 % Послуги 50 %	Товари 90 % Послуги 40 %	Товари 65 % Послуги 0 %

	Baseline	PCPI	Debt	Trade
Термін розрахунків за експортно-імпор্তними операціями	180 днів	180 днів	180 днів	90 днів
Погашення боргів за кордоном	Повна заборона	Повна заборона	Повна заборона	Повна заборона
Відкрита валютна позиція	5 %	5 %	5 %	5 %
Погашення кредитів нерезидентам	Дострокове погашення заборонено	Дострокове погашення заборонено	Дострокове погашення заборонено	Дострокове погашення заборонено

Водночас валютні обмеження не охоплювали всього спектра операцій з валютою. Зберігався дозвіл на такі операції з торгівлі валютними цінностями:

- продаж клієнтами іноземної валюти в готівковій/безготівковій формі;
- купівля клієнтами – фізичними особами іноземної валюти в готівковій формі;
- купівля клієнтами банківських металів із фізичною поставкою у філіях, відділеннях банків у межах залишку банківських металів у касі банку станом на 19 серпня 2022 р.;
- продаж клієнтами – фізичними особами банкам банківських металів із фізичною поставкою / без фізичної поставки;
- купівля фізичною особою безготівкової іноземної валюти для розміщення депозиту (не менше ніж на 3 календарні місяці) в еквіваленті 100 тис. грн на календарний місяць;
- здійснення банком операцій на умовах «своп»;
- купівля клієнтами іноземної валюти на умовах «форвард» за форвардними договорами, укладеними до 23.02.2022;
- купівля валюти для дозволених операцій з транскордонного переказу коштів (на потреби держави, за власними операціями банків, операції, пов'язані з обороноздатністю та військовими потребами, операції з імпорту продукції та (в межах переліку, встановленого КМУ) з імпорту послуг, на відрядження тощо).

Встановлено вимоги:

- щодо використання купленої іноземної валюти не пізніше ніж за 2 робочих дні (за винятком окремих випадків);
- використання наявної у клієнтів на поточних і вкладних (депозитних) рахунках іноземної валюти (крім грошових коштів в іноземних валютах у випадках, визначених Постановою № 18, зокрема, якщо на дату купівлі іноземної валюти сума на цих рахунках менша в еквіваленті за 400 тис. грн).

Отже, фіксація курсу дала змогу утримати макроекономічну стабільність: цінова ситуація та очікування хоча й погіршилися, але лишилися контрольованими.

Валютні обмеження дали змогу забезпечити критичні потреби економіки без значної шкоди для валютного ринку: потреби у валюті для критичного імпорту покривалися повністю, тоді як для капітальних операцій – обмежено. На початковому етапі війни було забезпечено можливість здійснення критично необхідних операцій для населення. Для біженців лишалася опція розрахунків картками, а також була можливість обміну готівкових гривень на валюту за кордоном.

Крім грошової та валютної сфери, особливої уваги, контролю та підтримки у воєнних умовах потребують комерційні банки. З одного боку, як і інші суб'єкти, вони стикаються з низкою викликів і загроз, спричинених війною. З іншого боку, вони є основними інститутами, що забезпечують рух грошей в економіці та є ключовим каналом фінансування суб'єктів економіки, і цей рух не може зупинятись попри зовнішні загрози й перешкоди.

Кроки антикризової підтримки банківської системи в Україні

1. Зменшено регуляторні вимоги щодо діяльності та капіталу комерційних банків з боку НБУ.

2. Фінансова підтримка комерційних банків через кредитний канал: на початку війни надавалось рефінансування без застави обсягом 30 % залишків коштів фізичних осіб. Тендери з надання рефінансування на строк до одного року проводилися щодня. Згодом, зі стабілізацією ситуації на фінансовому ринку, з 18 квітня 2023 р. тендери з надання рефінансування на строк до одного року проводилися не частіше ніж один раз на тиждень.

3. На час війни запроваджено повне гарантування вкладів фізичних осіб, а з 13 квітня 2022 р. набрали чинності зміни до Закону України «Про систему гарантування вкладів фізичних осіб», які, зокрема, передбачали збільшення гарантованої суми відшкодування з 200 тис. грн до 600 тис. грн, а також тимчасове повне гарантування вкладів населення (на період дії воєнного стану та на три місяці після його завершення).

4. Змінено низку правил роботи банків і небанківських фінансових установ у сфері послуг кредитування. Метою цих змін було насамперед полегшення ситуації для українців-позичальників на час війни та на період післявоєнного відновлення економіки. Для цього передбачено, що на період дії воєнного стану та тридцятиденного строку після дня його припинення або скасування споживач не несе відповідальності перед кредитором у разі прострочення виконання зобов'язання за споживчим кредитом. Крім того, у разі допущення такого прострочення споживач звільняється, зокрема, від обов'язку сплатити кредитором неустойку (штраф, пеню) та інші платежі, сплату яких передбачено договором про споживчий кредит за прострочення виконання (невиконання, часткового виконання) споживачем зобов'язань за таким договором.

Окрім перерахованого, було заборонено у разі невиконання зобов'язань за договором про споживчий кредит збільшення процентної ставки за користування кредитом, крім випадків, коли встановлення змінюваної процентної ставки передбачено кредитним договором чи договором про споживчий кредит.

Неустойка (штраф, пеня) та інші платежі, сплату яких передбачено договором про споживчий кредит, нараховані включно з 24 лютого 2023 р. за прострочення виконання за таким договором, підлягають списанню.

Водночас тимчасові послаблення не передбачали скасування відсотків за користування кредитними коштами.

Загалом, регуляторні дії НБУ у воєнних умовах забезпечили стабільність і підтримку грошового й валютного ринків, дали змогу втримати ліквідність і стабільність банківської системи на необхідному рівні.

ЗАГРОЗИ ДЛЯ ЕКОНОМІКИ, ГРОШОВОГО І БАНКІВСЬКОГО СЕКТОРІВ В УМОВАХ ГІБРИДНИХ ВІЙН

1. Економіка

- 1.1. Пошкодження/скорочення інфраструктури та матеріально-технічної бази в країні
- 1.2. Зниження економічної та бізнес-активності, скорочення плато- та кредитоспроможності суб'єктів економіки – підприємств
- 1.3. Зниження доходів, скорочення плато- та кредитоспроможності населення
- 1.4. Міграція фізичних осіб і бізнес-суб'єктів за кордон, скорочення активного населення
- 1.5. Зростання смертності, насамперед через загибель і втрату здоров'я на війні
- 1.6. Нестабільність на фінансових ринках, у т. ч. нестабільність валютних курсів, що впливає на ділову активність і вартість фінансових активів суб'єктів економіки
- 1.7. Інформаційні, терористичні та кібератаки
- 1.8. Політична невизначеність у країні (зміни в політиці й законодавстві) та глобальна невизначеність

2. Комерційні банки (КБ)

- 2.1. Скорочення джерел та обсягів доходів КБ
- 2.2. Скорочення джерел та обсягів залучених ресурсів КБ
- 2.3. Зміна структури банківських послуг – переважання розрахунково-платіжної діяльності проти кредитування та інвестування
- 2.4. Зростання частки непрацюючих кредитів (NPL)
- 2.5. Міграція клієнтів між КБ, втрата частини клієнтської бази
- 2.6. Скорочення персоналу КБ через міграцію, мобілізацію тощо
- 2.7. Технічні та/або інфраструктурні проблеми (в т. ч. енергетичні відключення) – втрата доступу до мобільних чи онлайн банківських послуг

- 2.8. Інформаційні, терористичні та кібератаки на КБ
- 2.9. Невизначеність і непередбачуваність регуляторних змін у банківському секторі

У підсумку загострюються ризики діяльності комерційних банків: 1) кредитний ризик; 2) ризик ліквідності; 3) операційний ризик; 4) процентний ризик; 5) ринковий ризик.

3. Грошовий обіг і розрахунки

валютний ринок,
міжнародні розрахунки,
цифрові технології,
електронні гроші

- 3.1. Інфляція
- 3.2. Девальвація національної грошової одиниці, радикальні коливання валютних курсів
- 3.3. Технічні та/або інфраструктурні проблеми (в т. ч. енергетичні відключення) – втрата доступу до мобільних чи онлайн грошових послуг
- 3.4. Інформаційні та кібератаки на платіжні системи та банківські розрахункові мережі
- 3.5. Обмеження у використанні електронних грошей
- 3.6. Невизначеність і непередбачуваність регуляторних змін у сфері грошового обігу та розрахунків

4. Послуги кредитування

- 4.1. Для кредиторів – збільшуються ризики зростання частки непрацюючих кредитів (NPL), див. п. 2.1, 2.2, 2.4
- 4.2. Для позичальників – збільшуються загрози зростання вартості, скорочення обсягів та зміни правил кредитування.

ЦЕ ВАРТО ЗНАТИ

(питання для самоперевірки)

Практично (Дізнайся! Поміркуй! Обґрунтуй!)

1. Чи могла Україна в період іпотечної кризи 2007–2009 рр. використовувати монетарні заходи з досвіду монетарної політики США в той період? Обґрунтуйте свою думку.
2. Чому політика монетарного таргетування не знайшла широкого та довгострокового практичного використання? У чому полягають недоліки механізму її впливу на економіку?
3. Як вільне курсоутворення за інфляційного таргетування в Україні може заважати досягненню поставлених цілей політики інфляційного таргетування? Обґрунтуйте свою думку. Чи є такі проблеми в інших країнах? Де й чому?
4. Чи змінюється структура та обсяги попиту на банківські послуги в умовах повномасштабної війни в Україні? В умовах гібридних війн? Як саме?
5. Як скоротити ризики втрат для комерційних банків в умовах повномасштабної війни? В умовах гібридних війн?

СПИСОК ДЖЕРЕЛ

1. Арсенюк О. Останні події на валютному ринку та перспективи його розвитку. Національний банк України. Київ, 23 жовтня 2020. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/%D0%92%D0%B0%D0%BB%D1%8E%D1%82%D0%BD%D0%B8%D0%B9_%D1%80%D0%B8%D0%BD%D0%BE%D0%BA_%D0%90%D1%80%D1%81%D0%B5%D0%BD%D1%8E%D0%BA_pr_2020-10-23.pdf?v=4 (дата звернення: 23.08.2023).
2. Береславська О. І. Валютно-курсова політика в умовах інфляційного таргетування в Україні. *Збірник наукових праць Університету фінансової служби України*. Київ, 2017. С. 24–36. URL: <https://www.nusta.edu.ua/wp-content/uploads/2016/11/%D0%97%D0%B1%D1%96%D1%80%D0%BD%D0%B8%D0%BA-%E2%84%96-2-2017.pdf> (дата звернення: 23.08.2023).
3. Глущенко С. В. Особливості функціонування кредитного ринку України під впливом світової фінансової кризи. *Світова фінансова криза та її вплив на країни з ризиковими економіками : матеріали IV міжвід. наук. конф. (м. Київ, 25.11.2008)*. Київ : Інститут світової економіки і міжнародних відносин НАН України, 2009. С. 79–84.
4. Глущенко С. В. Гроші. Кредит. Кредитний ринок : навч. посіб. для студентів вищ. навч. закл. Київ : НаУКМА, 2015. 203 с. URL: <http://www.ekmair.ukma.edu.ua/handle/123456789/9082> (дата звернення: 01.08.2023).
5. Глущенко С. В. Монетарні стратегії: загрози реалізації в українській економіці. *Наукові записки НаУКМА. Економічні науки*, 2016. Т. 1, вип. 1. С. 35–42. URL: <http://journals.ukma.edu.ua/spne/article/view/93/84> (дата звернення: 01.08.2023).
6. Глущенко С. В. Монетарна політика: теоретико-методологічні аспекти : навч. посіб. для студентів вищ. навч. закл. Київ : НаУКМА, 2017. 64 с. URL: <http://ekmair.ukma.edu.ua/handle/123456789/12413> (дата звернення: 01.08.2023).

7. Глущенко С. В. Проблеми дії валютного каналу трансмісійного механізму грошово-кредитної політики в Україні. *Scientific Collection "InterConf"* (77): with the Proceedings of the 4th International Scientific and Practical Conference "Science, Education, Innovation: Topical Issues and Modern Aspects" (October 4–5, 2021). Tallinn, Estonia: Ühingu Teadus juhatus, 2021. С. 58–64.
8. Глущенко С. В. Кредитний супермаркет фінансування економіки: теорія та сучасність : підручник. GlobeEdit, 2021. 170 с. URL: https://drive.google.com/file/d/1LLGpMsf10r1vzLrZF_w-1-HM4n65i4wm/view (дата звернення: 01.08.2023).
9. Глущенко С. В., Болотова С. В. Таргетування інфляції: ризики запровадження в Україні. *Наукові записки НаУКМА. Економічні науки*. 2013. Т. 146. С. 16–21. URL: <https://ekmair.ukma.edu.ua/server/api/core/bitstreams/6b2leadb-dc30-475e-9121-824e49f7e37d/content> (дата звернення: 01.08.2023).
10. Глущенко С. В., Пласконіс Н. В. Процентна політика в системі грошово-кредитного регулювання в Україні. *Наукові записки НаУКМА. Економічні науки*. 2012. Т. 133. С. 32–38. URL: <https://ekmair.ukma.edu.ua/server/api/core/bitstreams/536853f9-b021-4592-bf88-fb4cbf0d2662/content> (дата звернення: 01.08.2023).
11. Гром О. М., Ніколайчук О. Р., Татяніна С. М. Проблеми та перспективи розвитку валютного ринку України. *Економічний розвиток держави, регіонів і підприємств: проблеми та перспективи : матеріали III Міжнар. наук.-практ. інтернет-конф. молодих учених, 23–24 квітня 2019 р. Львів : Вид-во Львівської політехніки*, 2019. С. 17–19. URL: <https://ena.lpnu.ua:8443/server/api/core/bitstreams/d90ae57d-59db-4077-bdf3-95972db17b98/content> (дата звернення: 21.09.2023).
12. Дадашова П. А. Процентний та кредитний канали трансмісійного механізму в макроекономічному середовищі України. *Економіка і прогнозування*. 2016. № 3. С. 119–136. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/econprog_2016_3_11 (дата звернення: 21.09.2023).
13. Дадашова П. А. Тенденції фінансового сектору. *Семінар для викладачів ЗВО України «Тенденції фінансового сектору та регуляторні кроки для зменшення впливу кризи на сектор в умовах війни»*, Київ, 19 травня 2023 року. URL: chrome-extension://efaidnbnmnibpcajpgclefindmkaj/https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Tendentsiyi_finansovoho_sektoru_19-05-2023.pdf?v=4 (дата звернення: 21.09.2023).

14. Державні банки України в умовах війни. Огляд. НІСС. 26.03.2022. URL: <https://niss.gov.ua/news/komentari-ekspertiv/derzhavni-banky-ukrayiny-v-umovakh-viyny> (дата звернення: 01.10.2023).
15. Деякі питання участі держави у капіталізації банків : Постанова Кабінету Міністрів України від 18.02.2009 № 148 (втратила чинність). URL: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=148-2009-%EF> (дата звернення: 01.10.2023).
16. Доценко О. І., Маєвська К. О. Проблеми та перспективи розвитку валютного ринку в Україні. *Актуальні проблеми та перспективи розвитку обліку, аналізу та контролю в соціально-орієнтованій системі управління підприємством : матеріали II Всеукр. наук.-практ. конф. (м. Полтава, 23 квіт. 2019 р.)*. Полтава, 2019. Ч. 1. URL: http://elar.khnu.km.ua/jspui/bitstream/123456789/8284/1/2_Dotsenko.%20Maevska%20tezi.pdf (дата звернення: 01.10.2023).
17. Жолудь О., Лепушинський В., Ніколайчук С. Дієвість монетарного трансмісійного механізму в Україні після впровадження інфляційного таргетування. *Вісник Національного банку України*. 2019. № 247. С. 20–40. <https://doi.org/10.26531/vnbu2019.247.02>
18. Ковальчук Ф. К., Козенков Д. Є., Момот Ю. Г. Міжнародні кредитно-розрахункові та валютні операції : навч. посіб. Київ : Центр учбової літератури, 2013. 150 с.
19. Козюк В. В. Монетарні засади глобальної фінансової стабільності : монографія. Тернопіль : ТНЕУ, 2009. 728 с.
20. Лановий В. В. Операції центрального банку на відкритому ринку: сутність, принципи та цілі. *Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : зб. наук. праць*. 2013. Вип. 37. С. 116–126. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/pprbsu_2013_37_14 (дата звернення: 01.10.2023).
21. Лановий В. В. Методи грошово-кредитної політики як фактор впливу на макроекономічні процеси в Україні. *Вісник Університету банківської справи Національного банку України*. 2014. № 1. С. 131–137. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/VUbsNbU_2014_1_27 (дата звернення: 01.10.2023).
22. Міщенко В. І., Міщенко С. В. Удосконалення дії каналів трансмісійного механізму грошово-кредитної політики в Україні в умовах переходу до таргетування інфляції. *Актуальні проблеми економіки*. 2015. № 1. С. 421–428. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/ape_2015_1_52 (дата звернення: 01.10.2023).

23. Монетарний трансмісійний механізм в Україні: Науково-аналітичні матеріали. Вип. 9 / В. І. Міщенко, О. І. Петрик, А. В. Сомик, Р. С. Лисенко та ін. Київ : Національний банк України, Центр наукових досліджень, 2008. 144 с.
24. Наконечна А. В. Контроль за стабільністю банківської діяльності в період воєнних дій в Україні. *Науковий вісник Ужгородського національного університету. Серія: Право*. 2023. Т. 2, № 78. <https://doi.org/10.24144/2307-3322.2023.78.2.13>
25. Національний банк України : офіційний сайт. URL: <https://bank.gov.ua>
26. Національний банк України. Грошово-кредитна статистика: процентні ставки за кредитами та депозитами. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial/data-sector-financial> (дата звернення: 01.10.2023).
27. Національний банк України. Дані статистики зовнішнього сектору: платіжний баланс. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-external/data-sector-external> (дата звернення: 01.10.2023).
28. Національний банк України. Дорожня карта Національного банку України з переходу до інфляційного таргетування (ІТ). 16 березня 2016. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/dorojnya-karta-natsionalnogo-banku-z-perehodu-do-inflyatsiynogo-targetuvannya> (дата звернення: 01.08.2023).
29. Національний банк України. Зовнішня торгівля товарами. URL: https://bank.gov.ua/files/ES/Tov_u.pdf (дата звернення: 01.08.2023).
30. Національний банк України. Лібералізація валютного регулювання. URL: <https://bank.gov.ua/ua/markets/liberalization> (дата звернення: 23.09.2023).
31. Національний банк України. Міжнародні резерви. URL: <https://bank.gov.ua/ua/markets/international-reserves-allinfo> (дата звернення: 01.10.2023).
32. Національний банк України. Монетарні операції НБУ з банками: процентні ставки. URL: <https://bank.gov.ua/ua/markets/interest-rates> (дата звернення: 23.09.2023).
33. Національний банк України. Стратегія валютних інтервенцій НБУ URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/strategiya-valyutnih-interventsiy-natsionalnogo-banku-ukrayini> (дата звернення: 23.09.2023).
34. НБУ ввів тимчасове обмеження на зняття валютних вкладів. *Економічна правда*. 28 лютого 2014. URL: <http://www.epravda.com.ua/news/2014/02/28/423213/> (дата звернення: 01.08.2023).
35. Основні засади грошово-кредитної політики на період воєнного стану. Схвалено рішенням Ради Національного банку України

- від 15 квітня 2022 року. URL: <https://bank.gov.ua/ua/files/hJTwdIrBPNWeMzk> (дата звернення: 01.08.2023).
36. Павлова О. М. Сучасний стан валютного ринку України та проблеми його функціонування. *Ефективна економіка*. 2013. № 5. URL: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=2046> (дата звернення: 01.08.2023).
37. Плачинда В. Класифікація режимів валютного курсу. *Вісник Національного банку України*. 2013. № 8. С. 31–35. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/Vnbu_2013_8_15 (дата звернення: 01.08.2023).
38. Положення про застосування Національним банком України стандартних інструментів регулювання ліквідності банківської системи : постанова Правління Національного банку України від 17.09.2015 № 615. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0615500-15#Text> (дата звернення: 01.08.2023).
39. Про Національний банк України : Закон України від 20.05.1999 № 679-XIV. *Відомості Верховної Ради України*. 1999. № 29. Ст. 238. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/679-14#Text> (дата звернення: 01.08.2023).
40. Про банки і банківську діяльність : Закон України від 07.12.2000 № 2121-III. *Відомості Верховної Ради України*. 2001. № 5–6. Ст. 30. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2121-14#Text> (дата звернення: 01.08.2023).
41. Про іпотеку : Закон України від 05.06.2003 № 898-IV. *Відомості Верховної Ради України*. 2003. № 38. Ст. 313. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/898-15#Text> (дата звернення: 01.08.2023).
42. Про фінансово-кредитні механізми і управління майном при будівництві житла та операціях з нерухомістю : Закон України від 19.06.2003 № 978. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/978-15#Text> (дата звернення: 01.08.2023).
43. Про іпотечне кредитування, операції з консолідованим іпотечним боргом та іпотечні сертифікати : Закон України від 19.06.2003 № 979-IV. *Відомості Верховної Ради України*. 2004. № 1. Ст. 1. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/979-15#Text> (дата звернення: 01.08.2023).
44. Про організацію формування та обігу кредитних історій : Закон України від 23.06.2005 № 2704-IV. *Відомості Верховної Ради України*. 2005. № 32. Ст. 421. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2704-15#Text> (дата звернення: 01.08.2023).

45. Про іпотечні облигації : Закон України від 22.12.2005 № 3273-IV. *Відомості Верховної Ради України*. 2006. № 16. Ст. 134. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3273-15#Text> (дата звернення: 01.08.2023).
46. Про валюту і валютні операції : Закон України від 21.06.2018 № 2473-VIII. Ред. від 15.05.2021. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2473-19#Text> (дата звернення: 01.08.2023).
47. Про внесення змін до Податкового кодексу України та інших законодавчих актів України щодо дії норм на період дії воєнного стану : Закон України від 15.03.2022 № 2120-IX. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2120-20#Text> (дата звернення: 01.08.2023).
48. Про затвердження Порядку участі держави у капіталізації банків : Постанова Кабінету Міністрів України від 04.11.2008 № 960 (втратила чинність). URL: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=960-2008-%EF> (дата звернення: 01.08.2023).
49. Про додаткові заходи щодо діяльності банків : Постанова Правління Національного банку України від 11.10.2008 № 319 (втратила чинність). URL: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=v0319500-08> (дата звернення: 01.08.2023).
50. Про внесення змін до Постанови Правління Національного банку України від 11.10.2008 № 319 : Постанова Правління Національного банку України від 16.10.2008 № 328. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0319500-08#Text> (дата звернення: 01.08.2023).
51. Про внесення змін до постанови Правління Національного банку України від 11.10.2008 № 319 : Постанова Правління Національного банку України від 11.11.2008 № 367 (втратила чинність). URL: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=v0367500-08> (дата звернення: 01.08.2023).
52. Про окремі питання діяльності банків : Постанова Правління Національного банку України від 04.12.2008 № 413 (втратила чинність). URL: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=v0413500-08> (дата звернення: 01.08.2023).
53. Про врегулювання ситуації на грошово-кредитному та валютно-му ринках України : Постанова Правління Національного банку України від 01.12.2014 № 758. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0758500-14#Text> (дата звернення: 01.08.2023).
54. Про затвердження Положення про порядок обліку та проведення Національним банком України та банками України операцій

- з депозитними сертифікатами Національного банку України : Постанова Правління Національного банку України від 03.12.2015 № 859. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0859500-15#Text> (дата звернення: 01.08.2023).
55. Руденко В. Валютні обмеження. Що спростив Нацбанк. *Економічна правда*. 8 грудня 2015. URL: <http://www.epravda.com.ua/publications/2015/12/8/571340/> (дата звернення: 01.08.2023).
56. Слав'юк Н. Р., Глушенко С. В. Ринок фінансових послуг : навч. посіб. Київ : НаУКМА. 2022. 206 с. URL: <http://ekmair.ukma.edu.ua/handle/123456789/23718> (дата звернення: 01.08.2023).
57. Слуцький Б. Як війна змінила роботу банківської системи України. *УНІАН*. 02.09.2022. URL: <https://www.unian.ua/economics/finance/viyna-v-ukrajini-yak-zminilas-robota-bankivskojisistemi-11964504.html> (дата звернення: 23.09.2023).
58. Сова Є. Теоретичні аспекти взаємозв'язку між монетарними індикаторами і показниками фондового ринку. *Наукові записки НаУКМА. Економічні науки*. 2020. Т. 5, вип. 1. С. 118–123. <https://doi.org/10.18523/2519-4739.20205.1.118-123>
59. Сологуб Д. Тенденції та перспективи розвитку фінансової системи України. Національний банк України. Львів, 2019. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/DS_Lviv_pr_2019-04.pdf?v=4 (дата звернення: 01.08.2023).
60. Ткач Є., Ткач С. Причини та наслідки валютно-курсової динаміки в Україні. *Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Економіка*. 2014. Вип. 7. С. 81–85. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/VKNU_Ekon_2014_7_18 (дата звернення: 01.08.2023).
61. Фарина О. (Не)досконала дезінфляція: скільки коштує економіці боротьба з інфляцією, або короткий курс з монетарної політики. URL: <https://www.facebook.com/notes/643610406542078/> (дата звернення: 23.09.2023).
62. Черничко Т. В. Кредитний канал української моделі монетарного трансмісійного механізму. *Науковий вісник НЛТУ України*. 2014. Вип. 24.5. С. 186–192. URL: http://dspace.msu.edu.ua:8080/jspui/bitstream/123456789/1117/1/nvnltu_2014_24.5_32.pdf (дата звернення: 10.09.2023).
63. Якубович Ю. О. Проблеми та перспективи розвитку валютного ринку України. *Сучасні технології менеджменту, інформаційне,*

- фінансове та облікове забезпечення розвитку економіки в умовах євроінтеграції : зб. тез доп. Всеукр. наук.-практ. інтернет-конф., м. Черкаси, 16–17 квіт. 2020 р. Черкаси : СУЕМ, 2020. С. 130–131. URL: https://dspace.nau.edu.ua/bitstream/NAU/42557/1/tezy_conference_2020_04-130-131.pdf (дата звернення: 23.09.2023).
64. Akin B. The consumer price index continued its slowdown in 2015: energy was the main factor. *U.S. Bureau of Labor Statistics. Beyond the Numbers*. 2016. Vol. 5, no. 6. URL: <https://www.bls.gov/opub/btn/volume-5/the-consumer-price-index-continued-its-slowdown-in-2015.htm> (date of access: 01.08.2023).
65. Amadeo K. QE 2 Summary and Whether It Worked. *The Balance*. Updated on November 30, 2021. URL: <https://www.thebalancemoney.com/qe2-quantitative-easing-2-3305531> (date of access: 01.08.2023).
66. Amadeo K. QE3 Pros and Cons. *The Balance*. Updated on April 27, 2022. URL: <https://www.thebalance.com/what-is-qe3-pros-and-cons-3305533> (date of access: 23.09.2023).
67. Amadeo K., Estevez E. QE1 and How It Stopped the 2008 Recession. *The Balance*. Updated on March 28, 2022. URL: <https://www.thebalancemoney.com/what-is-qe1-3305530> (date of access: 23.09.2023).
68. Bank Prime Loan Rate. *FRED economic data*. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/MPRIME> (date of access: 01.08.2023).
69. Calvo G. A. Testimony on dollarization. Presented Before the Subcommittee on Domestic and Monetary Policy Committee on Banking and Financial Services. Washington DC. June 22, 2000. URL: <http://archives.financialservices.house.gov/banking/62200cal.pdf> (date of access: 01.08.2023).
70. Commercial and Industrial Loans. All Commercial Banks. *FRED economic data*. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/BUSLOANS> (date of access: 01.08.2023).
71. Effective Federal Funds Rate. *FRED economic data*. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/FEDFUNDS#0> (date of access: 01.08.2023).
72. European Central Bank. Interactive map of the euro area 2014. URL: <http://www.ecb.europa.eu/euro/intro/html/map.en.html> (date of access: 01.08.2023).
73. Federal Reserve issues FOMC statement. Press Release. December 12, 2012. Board of Governors of the Federal Reserve System. URL: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20121212a.htm> (date of access: 01.08.2023).

74. Federal Reserve issues FOMC statement. Press Release. September 13. 2012. Board of Governors of the Federal Reserve System. URL: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/mone-tary20120913a.htm> (date of access: 01.08.2023).
75. Glushchenko S., Tkalenko S. Threats and benefits of exchange rate regimes for Ukraine in terms of European integration. *Baltic Journal of Economic Studies*. 2016. Vol. 2, no. 2. P. 32–39. <https://doi.org/10.30525/2256-0742/2016-2-2-32-39>
76. Gross Domestic Product. *FRED economic data*. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/GDP> (date of access: 23.09.2023).
77. Kulkarni K., Clarke A. Testing the J-Curve Hypothesis Case Studies from Around the World. Denver, 2009. P. 2–29.
78. Large-Scale Asset Purchases. Federal Reserve Bank of New York. URL: <https://www.newyorkfed.org/markets/programs-archive/large-scale-asset-purchases> (date of access: 01.08.2023).
79. Maturity Extension Program and Reinvestment Policy. Board of Governors of the Federal Reserve System. URL: <https://www.federal-reserve.gov/monetarypolicy/maturityextensionprogram.htm> (date of access: 01.08.2023).
80. Reserve Bank of Australia. The of Monetary Policy. URL: <https://www.rba.gov.au/education/resources/explainers/the-transmission-of-monetary-policy.html> (date of access: 01.08.2023).
81. Strasser G. The monetary policy transmission mechanism in the euro area. ECB Central Banking Seminar Frankfurt am Main. 2018. URL: https://www.ecb.europa.eu/pub/conferences/shared/pdf/20180709_ecb_central_banking_seminar/2018-07-11_The_monetary_policy_transmission_mechanism_in_the_euro_area_-_Strasser.pdf (date of access: 01.08.2023).
82. Unemployment Rate. *FRED economic data*. URL: <https://fred.stlouis-fed.org/series/UNRATE> (date of access: 01.08.2023).
83. Versal N., Krasota O., Lialkin O., Khytryi O., Rybak I., Sydorenko D. Balancing Monetary Policy in Defence Economics in Ukraine. *Financial and Credit Activity: Problems of Theory and Practice*. 2023. Vol. 2, Issue 49. P. 24–42. <https://doi.org/10.55643/fcaptop.2.49.2023.3991>
84. World Bank. GDP (current LCU) for Ukraine. URL: <https://data.world-bank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CN?locations=UA> (date of access: 01.08.2023).
85. World Data Bank. Inflation, consumer prices (annual %). URL: <https://data.worldbank.org/indicator/FP.CPI.TOTL.ZG> (date of access: 01.08.2023).

MONETARY POLICY: THEORY AND PRACTICE

SUMMARY

The monetary policy of central banks provides a financial basis for the stable socio-economic development of the country and every citizen living in it because monetary policy is constantly the center of attention not only of specialists, but also of the general population.

The textbook “Monetary Policy: Theory and Practice” is about organizational and institutional aspects of the monetary sector as an object of monetary policy; components, regimes and goals of monetary policy; channels and tools of the monetary transmission mechanism; practical aspects of the implementation of monetary measures during various monetary regimes, crisis situations or war.

The regularities and characteristics of the monetary system and the monetary market, the currency system and the currency market, credit and credit markets, institutional foundations of the monetary sector and monetary measures are characterized in the textbook.

The theoretical principles of implementation and effects of monetary policy in the economy are characterized in the textbook. There are described concepts, components, regimes and goals of monetary policy. There are described monetary policy channels and instruments of the monetary transmission mechanism, – such as the interest rate channel, credit channel, asset price channel (central bank operations on the open market), currency policy measures, reserve policy, central bank operations with certificates of deposit.

The practical aspects of implementing monetary measures are characterized in the textbook. The author considered monetary policy measures during the 2007–2009 mortgage crisis and recession, characterized the experience of the USA, European countries, and Ukraine. The author considered interest rate policy and inflation targeting in Ukraine, described the effects of influence on the Ukrainian economy in the period 2016–2020. The author considered monetary measures during the war in Ukraine from 2022.

The textbook will help students to learn the basic concepts of monetary mechanisms and the effects of influence on the economy, and to identify ways of practical use of this knowledge.

Навчальне видання

ГЛУЩЕНКО
Світлана Василівна

**МОНЕТАРНА ПОЛІТИКА:
ТЕОРІЯ ТА ПРАКТИКА**

Навчальний посібник

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

Підписано до друку 00.00.2024.
Формат 60 x 84 1/16. Гарнітура Times New Roman.
Папір офсетний № 1. Друк офсетний. Ум. друк. арк. 10,6
Наклад 50 прим.

Адреса редакційно-видавничого відділу НаУКМА:
вул. Г. Сковороди, 2, Київ, 04655,
тел.: (044) 425-45-44

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