

В. І. Міщенко

доктор економічних наук, професор, професор кафедри економіки та управління ДВНЗ “Університет банківської справи”, Київ, Україна

І. М. Льон

аспірант кафедри економіки та управління ДВНЗ “Університет банківської справи”, Київ, Україна, i.lon@limik.com.ua

РОЛЬ МОНЕТАРНОГО РЕГУЛЮВАННЯ У СТИМУЛЮВАННІ ЕКОНОМІЧНОГО РОЗВИТКУ

Анотація. У статті проаналізовано роль і функції центрального банку в процесі грошово-кредитного регулювання економіки та реалізації грошово-кредитної політики, націленої на підтримку її зростання. Окреслено ключові напрями вдосконалення інституційних засад монетарного регулювання в умовах фінансової нестабільності та функціонування центрального банку як інституту реалізації державної економічної політики в грошово-кредитній сфері. Показано, що здійснення головної функції центрального банку (забезпечення стабільності національної грошової одиниці) має передбачати сприяння безперервності, пропорційності, послідовності й надійності грошового обігу та виходити з необхідності збереження стабільності банківського сектору та фінансової системи загалом. Доведено, що розроблення й реалізація грошово-кредитної політики є частиною складнішого процесу – монетарного регулювання економіки, під час котрого потрібно враховувати те, що ієрархічний підхід до визначення головної мети грошово-кредитної політики характеризує лише ступінь впливу та відповідальності центрального банку за досягнення окремих цілей, а також містить певні суперечності в досягненні цілей деяких рівнів. Обґрунтовано, що роль такої політики центрального банку в стимулюванні економічного зростання полягає у створенні певних монетарних передумов, ключовими з котрих є: макроекономічна стабільність, стійкість функціонування банківської системи, збалансованість державного бюджету та низький рівень державного боргу. Встановлено, що поєднання адекватної процентної політики та комплексу антиінфляційних заходів виступають основними напрямками опосередкованого впливу центрального банку на економічний розвиток країни.

Ключові слова: центральний банк, грошово-кредитна політика, ієрархія цілей, монетарні цикли, монетарне регулювання, монетарний трансмісійний механізм, таргетування інфляції, економічний розвиток.

Рис. 1. Табл. 2. Літ. 18.

Volodymyr Mishhenko

Dr. Sc. (Economics), Professor, Banking University, Kyiv, Ukraine

Ihor Lon

Banking University, Kyiv, Ukraine, i.lon@limik.com.ua

THE ROLE OF MONETARY REGULATION IN STIMULATING ECONOMIC GROWTH

Abstract. The article analyzes the role and functions of the central bank in monetary regulation of the economy and implementation of monetary policy aimed at maintaining

economic growth. The authors identify key directions for the improvement of the institutional framework of the monetary regulation in conditions of financial instability and functioning of the central bank as an institution implementing state policy in the monetary sphere. It is shown that the implementation of the main function of the central bank to ensure stability of the national currency must provide for continuity, proportionality, consistency and reliability of monetary circulation and proceed from the necessity to maintain the stability of the banking sector and the financial system as a whole. It is proved that the development and implementation of the monetary policy is part of a more complex process of monetary regulation of the economy, which must take into account the fact that a hierarchical approach to determining the main goals of monetary policy characterizes only the degree of influence and responsibility of the central bank for achieving specific goals, and also contains some contradictions in achieving the objectives at different levels. It is justified that the role of such a policy of the central bank in stimulating economic growth is the formation of certain monetary preconditions, the key ones being macroeconomic stability, the stability of the banking system, balanced state budget and low public debt. It is determined that the combination of an adequate interest rate policy and complex anti-inflation measures are the key areas of indirect influence of the central bank on economic growth.

Keywords: central bank, monetary policy, hierarchy of objectives, monetary cycles, monetary regulation, monetary transmission mechanism, inflation targeting, economic development.

JEL classification: E52, E58.

В. И. Мищенко

*доктор економічних наук, професор, професор кафедри економіки
і управління ГВУЗ "Університет банківського дела", Київ, Україна*

И. М. Лен

*аспірант кафедри економіки і управління ГВУЗ "Університет банківського
дела", Київ, Україна*

РОЛЬ МОНЕТАРНОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ В СТИМУЛИРОВАНИИ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ

Аннотация. В статье проанализированы роль и функции центрального банка в процессе денежно-кредитного регулирования экономики и реализации денежно-кредитной политики, нацеленной на поддержание ее роста. Обозначены ключевые направления совершенствования институциональных основ монетарного регулирования в условиях финансовой нестабильности и функционирования центрального банка как института реализации государственной экономической политики в денежно-кредитной сфере. Показано, что осуществление главной функции центрального банка (обеспечение стабильности национальной денежной единицы) должно предусматривать способствование непрерывности, пропорциональности, последовательности и надежности денежного обращения и исходить из необходимости сохранения стабильности банковского сектора и финансовой системы в целом. Доказано, что разработка и реализация денежно-кредитной политики является частью более сложного процесса – монетарного регулирования экономики, во время которого нужно учитывать то, что иерархический подход к определению главной цели денежно-кредитной политики характеризует лишь степень влияния и ответственности центрального банка за достижение отдельных целей, а также

содержит некоторые противоречия в достижении целей разных уровней. Обосновано, что роль такой политики центрального банка в стимулировании экономического роста состоит в создании определенных монетарных условий, ключевыми из которых являются: макроэкономическая стабильность, стойкость функционирования банковской системы, сбалансированность государственного бюджета и низкий уровень государственного долга. Установлено, что сочетание адекватной процентной политики и комплекса антиинфляционных мер выступают основными направлениями косвенного влияния центрального банка на экономическое развитие страны.

Ключевые слова: центральный банк, денежно-кредитная политика, иерархия целей, монетарные циклы, монетарное регулирование, монетарный трансмиссионный механизм, таргетирование инфляции, экономическое развитие.

Сучасний етап розвитку світової фінансової системи характеризується істотною трансформацією ролі й функцій центральних банків у системі монетарного регулювання економіки у відповідь на фінансові виклики та дисбаланси у структурі грошових і фінансових ринків, а також державних фінансів окремих країн. Загальною тенденцією стало збільшення ролі центральних банків у збалансуванні грошових ринків та фінансових систем завдяки запровадженню макроруденційного регулювання, посиленню координації монетарної й фінансової політик, їхньої реакції на девальваційні та інфляційні процеси, а також забезпечення заходів щодо фінансової стійкості банківських систем і убезпечення їх від системних ризиків.

За таких умов помітно розширюються й ускладнюються завдання центральних банків у системі монетарного регулювання економіки, зростає їхнє значення в управлінні монетизацією та стимулюванні економічного зростання. Вони вимушені поєднувати виконання функцій із реалізації економічної політики держави в монетарній сфері та антикризового управління, зокрема щодо стримування інфляції й забезпечення фінансової стабільності. Така зміна акцентів у ролі та функціях центральних банків потребує уточнення їхнього мандату, розроблення й застосування нових підходів, методів та інструментів регулювання грошових і фінансових ринків на основі адекватної грошово-кредитної політики.

Дослідженню ролі монетарного регулювання та функцій центральних банків у стимулюванні економічного розвитку в умовах фінансової нестабільності присвячено чимало наукових праць відомих вітчизняних і зарубіжних учених. Так, В. С. Стельмахом висвітлено сучасні аспекти монетарної політики Національного банку України (НБУ) та його роль у забезпеченні стабільності національної грошової одиниці [1], Ф. С. Мишкіним – новітні аспекти монетарного регулювання та управління інфляційними процесами [2]. С. В. Науменкова вивчає проблеми координації монетарної й бюджетно-податкової політик, а також питання, пов'язані з таргетуванням інфляції [3; 4]. О. В. Дзюблюком ґрунтовно розкрито актуальні проблеми монетарного регулювання та інфляційного таргетування [5; 6]. В. В. Коваленко досліджує вплив грошово-кредитної політики на подолання структурних дисба-

лансів у економіці та питання забезпечення стабільності банківської системи [7]. У працях А. А. Гриценка знайшли відображення проблеми монетарного регулювання та його впливу на економічний розвиток в Україні [8]. С. В. Міщенко особливу увагу приділяє стійкості грошового обігу й циклічності грошово-кредитного регулювання [9; 10].

Подальші наукові дослідження покликані сприяти подоланню основних проблем монетарного регулювання, пов'язаних із удосконаленням інституційних засад діяльності та уточненням мандату центральних банків як інститутів реалізації державної економічної політики в грошово-кредитній сфері щодо використання її інструментів і методів із метою стимулювання економічного розвитку.

Мандат сучасних центральних банків як особливих інститутів державного управління та здійснення економічної політики надає їм широкі повноваження та можливості щодо управління грошовим ринком і монетарного регулювання економіки. Однак ці повноваження мають бути певним чином структуровані. Потрібно не лише чітко визначити, законодавчо регламентувати цілі та завдання центральних банків, а й забезпечити їх необхідними монетарними інструментами. При цьому перелік останніх є стандартизованим, досить обмеженим та, як правило, визначений законодавчо, тому кожен центральний банк використовує монетарні методи й інструменти залежно від характеру та напрямів економічної політики держави, що потребує постійної координації грошово-кредитної й бюджетно-податкової політик, а також узгодження з урядом спільних заходів щодо грошово-кредитного регулювання економіки [1, с. 312; 4, с. 14].

Згідно із сучасними підходами до встановлення статусу центральних банків, останні є особливими публічно-правовими інститутами державного управління в системі монетарного регулювання економіки [1, с. 304; 2, с. 529]. Цей особливий статус і специфіка їхньої діяльності сформувались історично та обумовлені їх винятковою роллю у створенні й функціонуванні національних грошових і фінансових систем як емісійних центрів. Однак починаючи з 1970–80-х років, у зв'язку з використанням концепції монетаризму та переходом до фідучіарних грошових систем, статус центральних банків істотно підвищився [11, с. 80]. Вони стали незалежними від інших органів державного управління, а їхня роль у системі грошово-кредитного регулювання економіки помітно зросла.

Сьогодні від діяльності центрального банку залежать не лише рівень забезпечення економіки грошима та стан грошово-кредитного ринку, а й характер економічної політики держави та рівень її соціально-економічного розвитку. Тому головними об'єктами впливу центрального банку є грошова система, грошовий обіг, грошово-кредитний ринок і фінансово-кредитні інститути, що функціонують на грошовому ринку. Однак, оскільки грошово-кредитна політика є частиною економічної політики держави, завжди виникає питання щодо їх співвідношення й розподілу функцій між централь-

ним банком і урядом, зокрема в процесі прийняття рішень щодо форм і методів емісії грошей та управління грошово-кредитним ринком. Особливо це стосується співвідношення грошово-кредитної й бюджетно-податкової політик, котрі мають взаємодіяти на принципах домінування першої над другою [12, с. 58].

У науковій літературі інколи зустрічається підхід, відповідно до якого сферою діяльності центрального банку визнається вся фінансово-кредитна система, до котрої відносять також державні фінанси, бюджетно-податкову політику, управління державним боргом тощо. Проте за такого підходу сфера діяльності центрального банку значно розширюється за рахунок не власних йому, згідно з визначенням законодавством мандатом, видів регуляторної діяльності. З таким підходом можна частково погодитися за умови розгляду грошово-кредитного регулювання як спільної сфери діяльності уряду й центрального банку щодо використання монетарних методів регулювання економіки в контексті макропруденційної політики [3, с. 169; 13, с. 14; 14, с. 46]. Однак у такому разі завжди є небезпека, що фіскальна політика уряду домінуватиме над монетарною, що, до речі, часто спостерігається в багатьох країнах під час фінансових і банківських криз. Зокрема, в Україні подібна ситуація склалася у 2008–2009 та 2014–2016 рр. – періоди кризи й фінансової нестабільності.

Сфера діяльності центральних банків і специфіка суб'єктів, що підлягають регулюванню, зумовлюють функції таких банків. Наразі в більшості країн світу основною функцією центральних банків на законодавчому рівні є забезпечення стабільності національної валюти. Відповідно до ст. 99 Конституції України, в цьому полягає й головна функція НБУ стосовно гривні. Крім того, до найважливіших функцій центральних банків відносять: емісію національної валюти та організацію грошового обігу; ліцензування банківської діяльності; виконання ролі кредитора останньої інстанції; регулювання банківської діяльності, платіжних систем і нагляд за банками й платіжними системами; складання та прогнозування платіжного балансу; здійснення валютного регулювання й контролю; управління міжнародними резервними активами, а також низку специфічних допоміжних функцій, пов'язаних із обслуговуванням центрального банку, банківської системи та фінансових інститутів [5, с. 9; 7, с. 446].

Отже, центральні банки приділяють основну увагу забезпеченню стабільного функціонування грошової системи держави, регулюванню грошового обігу, грошово-кредитного ринку, діяльності фінансово-кредитних установ із метою забезпечення стабільності цього ринку та банківської системи. Тому визначення головної функції центральних банків як забезпечення стабільності грошової одиниці, на наш погляд, не зовсім точне та найімовірніше має декларативний характер. Науковий аналіз такого її тлумачення показав, що воно є недостатньо теоретично обґрунтованим і суперечить закономірностям розвитку сучасних грошових систем. Це зумовлює хибне

визначення мандату центрального банку, тож і його виконання разом із поясненням банком суспільству результатів своєї політики, передусім через інфляцію та знецінення валюти, особливо в країнах із ринками, котрі розвиваються, є надзвичайно складним, що призводить до непорозумінь і зниження довіри до центральних банків.

На нашу думку, основна проблема полягає в тому, що в довгостроковій перспективі вони об'єктивно не можуть забезпечувати стабільність грошей. По-перше, внаслідок теоретичної й методологічної складності та комплексності самого поняття “стабільність грошової одиниці”, яке включає стабільність купівельної спроможності грошей, цін, валютних курсів і процентних ставок [2, с. 658]. У кращому разі мову можна вести лише про відносну стабільність, котра передбачає певний рівень волатильності зазначених показників, тобто їх коливання в певному вузькому коридорі залежно від економічних умов. Остання й дає змогу центральному банку здійснювати короткостроковий вплив на кон'юнктуру ринку шляхом використання монетарних інструментів. Багаторічний досвід показав, що в довгостроковій перспективі купівельна спроможність грошей у всіх країнах має чітку тенденцію до зниження, а валютні курси й процентні ставки є досить волатильними [11, с. 61; 15, с. 291]. Тому погіршення купівельної спроможності грошей можна вважати закономірністю сучасного етапу розвитку світової економіки. Теоретичним підґрунтям цього процесу є теорія “нейтральності грошей”, згідно з якою збільшення грошей у обігу спричиняє лише пропорційне підвищення цін. Тому останнім часом центральні банки роблять акцент на досягненні не абсолютної, а відносної стабільності грошової одиниці, виражаючи цю динаміку певними показниками, й насамперед зниженням рівня інфляції та стримуванням рівня процентних ставок.

По-друге, в умовах реалізації концепції монетаризму та відповідно до теорії “нейтральності грошей” діяльність центральних банків за своєю сутністю є інфляційною, а самі банки – інститутами інфляційного розвитку. Так, Ф. С. Мишкін вважає, що через високий дефіцит державних бюджетів і прагнення урядів забезпечити високу зайнятість та економічне зростання монетарна політика центральних банків завжди є інфляційною [2, с. 805]. Із цього випливає, що економічний розвиток загалом є до якоїсь міри інфляційним, тобто ґрунтується на підтриманні певного рівня інфляції. Підтвердженням тому може бути постійне перевищення темпів приросту номінального ВВП над реальним, про що свідчать показники дефлятора ВВП, а також боротьба урядів і центральних банків як із інфляцією, так і з дефляцією.

З огляду на зазначене, слід констатувати наявність принципової суперечності, пов'язаної з інфляційною природою діяльності центральних банків і необхідністю проведення антиінфляційної (для окремих країн антидефляційної) політики: стримувати інфляцію повинен саме центральний банк, чия діяльність є інфляційною. Подолання цієї суперечності можливе тільки

в разі реалізації ним ефективної та адекватної економічним умовам грошово-кредитної політики, що була б зрозумілою суспільству й спиралася на позитивні очікування суб'єктів ринку.

На наше переконання, виходячи з визначення сутності та ролі центрального банку в системі державного регулювання економіки, його головну функцію можна визначити як забезпечення стабільності грошового обігу й платіжного обороту в країні шляхом регулювання та нагляду за діяльністю фінансово-кредитних інститутів і платіжних систем. Тобто ця функція фактично повинна відповідати завданням та цілям забезпечення стабільності грошово-кредитного ринку й фінансової системи загалом, а її реалізація – передбачати насамперед сприяння безперервності, пропорційності, послідовності та надійності грошового обігу й функціонування платіжних систем. До речі, подібного підходу дотримується широке коло науковців, які вважають, що основною функцією центрального банку має бути регулювання грошового обігу [3; 7; 11; 16].

Такий підхід є більш простим, чітким, універсальним, зрозумілим як центральним банкам, так і суспільству та запобігає колізіям щодо неоднозначної оцінки результатів діяльності цих банків. Показники грошового обігу й методи їх розрахунку широко відомі та зрозумілі й фахівцям, і широкому загалу, тож центральному банку буде просто звітувати перед суспільством, а останньому буде зрозуміло, наскільки якісно він здійснює свою головну функцію. В цій ситуації вирішального значення набуває простота формулювання мандату центрального банку та форма звітування щодо його виконання.

На практиці такі банки реалізують свої функції шляхом запровадження відповідного монетарного режиму, на основі якого проводиться грошово-кредитна політика. Тому їхнє завдання полягає в тому, щоб з огляду на рівень розвитку національної економіки, стан грошового ринку й системи монетарного регулювання обрати режим і політику, котрі найбільше відповідатимуть цілям і задачам реалізації економічної політики держави. З цією метою центральні банки законодавчо наділені високим ступенем незалежності як від рішень інших органів державного управління, так і від впливу суб'єктів ринку.

Під незалежністю центральних банків маються на увазі передусім її політична, операційна й фінансова складові, кожна з котрих характеризується чіткими параметрами, процедурами, правилами та зазвичай урегульована національним законодавством. Утім, у багатьох державах із цього приводу періодично виникають дискусії, а незалежний статус центральних банків, на жаль, часто порушується, особливо в країнах з ринками, які розвиваються, що підтвердила й світова фінансова криза 2008–2009 рр. та період посткризового відновлення глобальної економіки, пов'язаний із фінансовою нестабільністю.

У більшості випадків порушуються принципи політичної незалежності, рідше – операційної, що призводить до домінування бюджетно-податкової

політики над грошово-кредитною. Навіть у розвинутих країнах завжди є небезпека впливу на центральний банк із боку окремих політиків чи партій із метою досягнення власних інтересів.

До останнього часу незалежність центральних банків щодо прийняття рішень у грошово-кредитній сфері вважалася фактично необмеженою. Однак практика засвідчила, що такий банк не може бути абсолютно незалежним. Як один із інститутів реалізації державної економічної політики, він повинен діяти в системі органів державного управління та проводити відповідну політику в грошово-кредитній сфері. Крім того, з огляду на досвід країн із ринками, що розвиваються, рівень незалежності центрального банку обернено пропорційний дефіциту бюджету: чим вищий дефіцит, тим менша незалежність. В умовах фінансової нестабільності зазначене притаманне багатьом країнам, зокрема Україні, внаслідок чого фінансова політика уряду домінує над грошово-кредитною політикою центрального банку [1; 3; 5; 7; 16].

Тому, на наш погляд, у нинішніх умовах доцільно вести мову не про повну незалежність центральних банків, а лише про часткову. А ще точніше – про їхню автономію в системі державного регулювання економіки в процесі розроблення й реалізації грошово-кредитної політики, регулювання грошово-кредитного ринку та в системі монетарного регулювання економіки загалом. Адже, приймаючи рішення, центральний банк обов'язково повинен спиратися на загальну економічну стратегію держави, враховувати стан державних фінансів, інвестиційну та боргову політику уряду. Крім того, наразі частину функцій щодо регулювання й управління грошовим ринком, зокрема здійснення бюджетно-податкової, боргової та інших видів політики, пов'язаних із функціонуванням грошового ринку, виконує уряд. Тому слід визнати, що діяльність центрального банку є лише частиною складнішого процесу – грошово-кредитного регулювання економіки.

У вітчизняній практиці принцип автономності центрального банку було вперше закріплено в Меморандумі про економічну та фінансову політику в рамках угоди України з МВФ про Механізм розширеного фінансування від 21 липня 2015 р. Таке ж формулювання наведено в Меморандумі від 1 вересня 2016 р. Методологічним підґрунтям зміщення акцентів із поняття незалежності центрального банку в бік його автономності є посилення ролі урядів у системі монетарного регулювання економіки у зв'язку з необхідністю реалізації заходів щодо уникнення системних ризиків, запобігання та ліквідації наслідків банківських криз, а також небажання центральних банків брати на себе повну відповідальність за їх виникнення й усунення наслідків.

При цьому слід мати на увазі, що послаблення ролі центральних банків шляхом зменшення їх політичної та операційної незалежності уможливорює при реалізації бюджетно-податкової політики домінування уряду над їхніми цілями й завданнями. В Україні зазначене знайшло прояв у використанні так званих квазіфінансових операцій шляхом монетизації НБУ чималих

обсягів облігацій внутрішньої державної позики, а також у наданні урядом фінансової підтримки Фонду гарантування вкладів фізичних осіб, що фактично спричинило істотні обсяги емісії та помітно вплинуло на величину грошової маси в обігу.

Тому центральні банки повинні мати достатній ступінь незалежності, встановлений законодавчо, для виконання своїх основних функцій, а відхід від чіткого дотримання принципу незалежності центрального банку на користь принципу автономності слід розглядати як негативну тенденцію. Такі суперечності, на наш погляд, можна подолати за допомогою запровадження макропруденційної політики, поєднання заходів котрої із заходами грошово-кредитної політики сприяє більшій макрофінансовій стабільності, особливо з урахуванням того, що макропруденційне регулювання має здійснювати саме центральний банк.

Основним напрямом діяльності таких банків залишається розроблення й проведення грошово-кредитної політики. У світовій практиці при формулюванні головної цілі грошово-кредитної політики застосовується ієрархічний підхід, відповідно до якого вона ранжується за трьома рівнями, що послідовно підпорядковані один одному. Ціль першого рівня полягає в забезпеченні стабільності національної грошової одиниці, другого рівня – банківської системи, а третього рівня – в підтримці економічної політики уряду щодо сприяння стійкому економічному зростанню. Важливою умовою реалізації цієї триєдиної цілі є те, що досягнення кожного наступного цільового рівня не повинне суперечити попередньому.

Втім, досвід показав, що між рівнями головної цілі грошово-кредитної політики є суперечності. Проблема першого рівня полягає в ускладненості й неоднозначності тлумачення результатів. Другий рівень не викликає заперечень, оскільки є іманентним сутності центрального банку та забезпечується шляхом регулювання й нагляду за діяльністю фінансово-кредитних установ (встановлення економічних нормативів, ліцензування окремих видів діяльності, здійснення мікропруденційного нагляду, застосування заходів впливу тощо). Найважчим для центральних банків є досягнення третього рівня головної цілі грошово-кредитної політики, адже потребує від них використання досконаліших методів, інструментів і механізмів.

У науковій літературі описано два підходи до оцінки ієрархічного визначення головної цілі грошово-кредитної політики центрального банку. Більшість дослідників вважає, що така ієрархія головної цілі дає змогу забезпечити єдність стратегічних і тактичних цілей згаданої політики, якісне регулювання та нагляд за банківською діяльністю, а також належний рівень координації грошово-кредитної й бюджетно-податкової політик [1; 4; 5; 12; 14]. На думку інших, за такого підходу функції центрального банку розмиваються, ускладнюється розуміння його ролі та завдань у сфері забезпечення збалансованого грошового обігу, а також зменшується відповідальність перед суспільством [3; 7; 11; 13; 16].

За ієрархічного визначення головної цілі грошово-кредитної політики багатьом центральним банкам, особливо в країнах із ринками, що розвиваються, важко поєднувати стратегічні й тактичні цілі та адекватно використовувати наявний інструментарій для досягнення навіть двох цілей одночасно. Крім того, практика підтвердила, що паралельно забезпечити стабільність грошової одиниці, банківської системи й економічне зростання дуже непросто. В таких ситуаціях з'являються додаткові ризики, пов'язані зі спробами за допомогою грошово-кредитної політики стимулювати економічне зростання, й передусім ризик зниження фінансової стабільності. Особливо чітко це проявилось під час фінансових криз в умовах стрімкої девальвації національних валют, погіршення кредитної активності банків, зниження їх ліквідності та збільшення частки проблемних активів. Так, у 2014–2016 рр. через розбалансування грошового ринку й недостатній контроль монетизації економіки НБУ зміг лише частково забезпечити виконання цілі першого рівня.

Класичний підхід до розв'язання цієї проблеми полягає в тому, що центральний банк повинен використовувати для досягнення кожної конкретної цілі певний набір методів та інструментів. Перехресне застосування різних інструментів може не тільки не поліпшити кінцевий результат, а й навпаки, істотно погіршити його або спричинити дисбаланси в монетарній сфері.

Ієрархічне визначення головної цілі грошово-кредитної політики, справді, є доволі складним підходом, оскільки для досягнення кожної цілі необхідні конкретні інструменти, перелік яких у центрального банку обмежений і закріплений законодавчо. Практика засвідчила, що використання тих самих інструментів для виконання різних функцій може призвести до виникнення певних суперечностей і дисбалансів як у досягненні поставлених цілей, так і в реалізації грошово-кредитної політики загалом. До того ж центральні банки не завжди зацікавлені у встановленні для них складного набору цілей. Вони хотіли б мати обмежене коло функцій і максимально простий мандат, котрий чітко окреслює цілі й напрями їхньої діяльності, дає змогу однозначно пояснити суспільству свої дії та міру відповідальності за їх досягнення.

Разом із тим використання ієрархічного підходу до визначення основної цілі грошово-кредитної політики не є суперечністю саме по собі. На нашу думку, такий підхід слід розглядати лише як черговість, а також ступінь впливу й відповідальності центрального банку за досягнення окремих підцілей. Суперечність полягає в тому, що кількість інструментів, котрі застосовує центральний банк, обмежена, й вони слугують насамперед для регулювання грошового обігу з метою підтримання відносної стабільності національної грошової одиниці та для забезпечення стабільності банківської системи. Тому в процесі досягнення інших цілей центральний банк може брати лише опосередковану участь. Окрім того, відповідно до свого манда-

ту він не зобов'язаний забезпечувати виконання всіх трьох цілей одночасно, а може обмежитися першим і другим рівнями. А оскільки підтримка економічного зростання серед окреслених цілей стоїть на останньому місці, ймовірність її повноцінного виконання може виявитися дуже низькою, що суперечить призначенню центрального банку як інституту реалізації державної економічної політики. З такою суперечністю центральні банки багатьох країн стикалися практично до 2000-х років, коли були запроваджені нові монетарні режими та механізми реалізації грошово-кредитної політики.

Як уже наголошувалося, основним методом реалізації ключових цілей центральних банків є грошово-кредитна політика – комплекс заходів у сфері грошового обігу й кредиту, що спрямовані на забезпечення стабільності національної грошової одиниці шляхом використання сукупності методів та інструментів, до котрих відносять: процентні ставки за операціями центрального банку, обов'язкові резервні вимоги, операції з цінними паперами на відкритому ринку, рефінансування банків, встановлення орієнтирів збільшення грошової маси, валютні інтервенції, регулювання імпорту й експорту капіталу, емісію облігацій центрального банку та операції з ними, прямі кількісні обмеження тощо. Головне завдання розроблення й проведення такими банками зазначеної політики полягає в тому, щоб забезпечити максимально можливу рівновагу грошового ринку, тобто постійно підтримувати баланс між попитом і пропозицією грошей. При цьому слід мати на увазі, що досягнення цієї рівноваги має циклічний характер відповідно до динаміки економічної кон'юнктури та відбувається шляхом реалізації механізмів коротко- або середньострокового грошово-кредитного регулювання економіки [8; 9, с. 367].

В основу грошово-кредитної політики покладено принцип компенсаторного регулювання, котрий полягає в поєднанні двох протилежних комплексів заходів, що застосовуються на різних стадіях циклів економічної кон'юнктури. Згідно з теоретичними концепціями розроблення й проведення монетарної політики, першорядним об'єктом грошово-кредитного регулювання є сукупна грошова маса, котра перебуває в обігу. Залежно від стану економічної кон'юнктури центральний банк може реалізувати два основних види грошово-кредитної політики, які по-різному впливають на обсяг і динаміку грошової маси в обігу, – обмежувальну чи стимулюючу.

За критерій для розмежування окремих видів грошово-кредитної політики пропонується взяти реальну процентну ставку, що розраховується як різниця між ставкою рефінансування центрального банку для забезпечених кредитів “овернайт” і рівнем інфляції [10, с. 284, 285]. При цьому додатне значення реальної процентної ставки вказує на проведення банком обмежувальної політики, а від'ємне – стимулюючої. Наприклад, у 2016 р. цей показник в Україні становив 5,3 %, що свідчить про обмежувальний характер грошово-кредитної політики НБУ. Втім, у 2014 і 2015 рр. реальна процентна ставка дорівнювала –11,4 та –19,2 % відповідно, отже, грошово-кредитна політика була стимулюючою.

Проведені розрахунки за період 2002–2016 рр. дають підстави для висновку, що в діяльності НБУ у 2002, 2004–2005, 2009–2013 і 2016 рр. переважала обмежувальна політика, а в 2003, 2006–2008 та 2014–2015 рр. – стимулююча (табл. 1).

Особливістю сучасного етапу монетарного регулювання економіки є те, що залежно від стану економіки, грошового ринку й національних пріоритетів центральні банки різних країн самостійно визначають вид і характер грошово-кредитної політики. Ці країни умовно можна поділити на три групи:

1) розвинуті країни, чиї центральні банки реалізують стимулюючу грошово-кредитну політику (США, Великобританія, Швейцарія, країни еврозони, Японія) з метою здійснення антидефляційної політики;

2) держави з поміркованою грошово-кредитною політикою (Польща, Китай, Індія, Південна Корея, Чехія та ін.);

3) країни, що проводять обмежувальну грошово-кредитну політику та використовують жорсткі антиінфляційні заходи у відповідь на зовнішні й внутрішні фінансові шоки (переважна більшість держав світу).

Відповідно до загальновизнаних підходів, обмежувальна грошово-кредитна політика центрального банку спрямована на стримування темпів зростання обсягів грошової маси, що перебуває в обігу, шляхом підвищення рівня процентних ставок, зниження обсягів рефінансування фінансово-кредитних установ та введення адміністративних обмежень. Така політика використовується переважно з метою стабілізації грошової й фінансової

Таблиця 1. Розрахунок реальної процентної ставки та визначення виду грошово-кредитної політики в Україні у 2002–2016 рр.

Рік	Рівень інфляції, %	Середньозважена ставка рефінансування для забезпечених кредитів "овернайт", %	Реальна процентна ставка, %	Вид грошово-кредитної політики
2002	-0,4	10,7	+11,1	обмежувальна
2003	8,2	8,0	-0,2	стимулююча
2004	12,3	17,1	+4,8	обмежувальна
2005	10,3	14,9	+4,6	
2006	11,6	12,1	-0,5	стимулююча
2007	16,6	11,1	-5,5	
2008	22,3	16,0	-6,3	
2009	12,3	18,1	+5,8	обмежувальна
2010	9,1	11,3	+2,2	
2011	4,6	9,4	+4,8	
2012	-0,2	8,8	+9,0	
2013	0,5	7,6	+7,1	
2014	24,9	13,5	-11,4	стимулююча
2015	43,3	24,1	-19,2	
2016	12,4	17,7	+5,3	обмежувальна

Розраховано за даними Національного банку України (<http://www.bank.gov.ua>).

систем та стримування інфляції. Результатами зазначеної політики може бути уповільнення темпів кредитування, послаблення ділової активності, стабілізація валютного курсу, зменшення споживчих витрат тощо. Втім, її реалізація на основі “утиску” грошової пропозиції та зниження рівня монетизації економіки призводить до уповільнення темпів економічного зростання, скорочення доходів населення та підвищення рівня безробіття.

Стимулююча грошово-кредитна політика передбачає збільшення грошової маси в обігу та, відповідно, підвищення монетизації економіки шляхом зниження процентних ставок, нарощення обсягів рефінансування банків, лібералізації фінансових ринків тощо. Політика грошової експансії зазвичай застосовується з метою розширення кредитування, поживлення ділової активності, стимулювання інвестиційних процесів, подолання спаду виробництва, зростання споживчих витрат. Однак критики реалізації такої грошово-кредитної політики вважають, що лібералізація грошового ринку та кредитна експансія можуть посилити інфляційні й девальваційні процеси, погіршити фінансову стабільність і спровокувати кризові явища у фінансовій сфері [5; 7; 8].

На нашу думку, автори обох підходів висловлюють крайні точки зору. Річ у тім, що центральний банк розробляє й реалізує певний вид грошово-кредитної політики в контексті загальної економічної політики держави з урахуванням реального стану економіки, політичної ситуації, стану грошового ринку та господарської кон'юнктури. Крім того, інструменти грошово-кредитної політики мають короткостроковий характер і покликані оперативно впливати на стан відповідного ринку в разі зміни господарської кон'юнктури. Основними об'єктами впливу грошово-кредитної політики є: пропозиція грошей, процентні ставки, нормативи резервування, валютний курс та ступінь монетизації економіки, тобто певна сукупність інструментів і монетарних показників. Детальний аналіз практики використання центральними банками цих інструментів свідчить, що серед них відсутні такі, які безпосередньо позначаються на економічному зростанні або стимулюють його.

Вплив зазначених інструментів є опосередкованим і в межах реалізації грошово-кредитної політики проявляється, головним чином, у зміні процентної ставки та використанні монетарного режиму таргетування інфляції. Якщо розглядати цей процес у контексті грошово-кредитного регулювання загалом, то такий вплив може здійснюватися шляхом реалізації центральним банком і урядом антиінфляційної політики (для окремих країн – антидефляційної) за допомогою каналів монетарного трансмісійного механізму та підтримки розвитку фінансового сектору, відповідного ринку й механізмів фінансового посередництва. Тобто центральний банк може забезпечити лише певні умови для стимулювання економічного розвитку.

Отже, роль грошово-кредитної політики центрального банку в механізмі стимулювання економічного зростання полягає у створенні монетарних

передумов, за котрих економічні суб'єкти, реалізуючи свободу вибору, діятимуть згідно з цілями та завданнями економічної політики держави. Варто також зауважити, що такий опосередкований вплив може відбуватися лише за наявності інших передумов, насамперед таких, як стабільність політичної й макроекономічної ситуацій, банківської системи, збалансованість державного бюджету та низький рівень державного боргу. Саме тому після світової фінансової кризи 2008–2009 рр. функція забезпечення фінансової стабільності в більшості країн світу була покладена на центральні банки, а починаючи з 2011 р. МВФ розробляє й пропонує останнім для реалізації на практиці концепцію макропруденційного регулювання, спрямовану на убезпечення фінансових систем від системних ризиків.

Як свідчать результати досліджень і досвід, для світової економіки характерне помірне економічне зростання за такої самої інфляції. Так, з 1999 р. темпи економічного зростання й інфляції по країнах загалом були дуже близькими, за винятком кризового періоду 2008–2009 рр. У групі розвинутих країн інфляція перевищувала темпи економічного зростання лише у 2008–2009 і 2012 рр., а в еврозоні – у 2001–2003, 2008–2009 та 2011–2013 рр. У Великій сімці така ситуація спостерігалася тільки у 2008–2009 і 2011 рр., тобто під час криз.

Аналіз взаємозв'язку темпів інфляції й темпів зростання ВВП на прикладі 204 країн світу протягом 2014–2015 рр. дає підстави для висновку, що високі темпи інфляції істотно стримують збільшення ВВП: за середнього показника інфляції 6,23 % ВВП зріс на 4,03 %, проте, коли інфляція перевищувала 8 %, темпи приросту ВВП знижувалися майже втричі. При цьому дефляція стримує темпи зростання ВВП значно меншою мірою, ніж висока інфляція (табл. 2).

Окрім того, нами виявлено, що у 2014–2015 рр. у світовій економіці граничним значенням інфляції, за межами якого темпи економічного зростання помітно уповільнювались або знижувались, було 6 %. Можна дискутува-

Таблиця 2. Групування країн світу за залежністю темпів приросту ВВП від рівня інфляції у 2014–2015 рр.

Шкала розподілу країн за рівнем інфляції, %	Середня кількість країн у групі, од.	Середньозважене значення рівня інфляції, %	Середньозважене значення темпу приросту ВВП, %
до 0 (дефляція)	28	-0,63	2,18
0–2	70	0,99	2,60
2–5	53	3,29	3,35
5–8	26	6,23	4,03
понад 8	27	14,90	1,50
Разом	204	3,89	2,81

Розраховано за: Рейтинг країн за темпами зростання ВВП. URL: <http://nonews.co/directory/lists/countries/gdp-temp>; Рівень інфляції в країнах світу. URL: <http://svspsb.net/danmark/inflyacija-stran.php>.

ти щодо конкретного її рівня, за котрого гальмується економічне зростання, проте наразі ситуація така: за високої інфляції економічне зростання практично не можливе (рисунок).

У зв'язку з необхідністю запровадження методів впливу грошово-кредитної політики на економічне зростання більшість центральних банків визначають стратегічною метою своєї діяльності стримування інфляції за допомогою використання монетарного режиму її таргетування, який дає змогу в середньостроковій перспективі підтримувати її рівень у межах встановленого цільового орієнтиру чи інфляційного таргету. Так, у Основних засадах грошово-кредитної політики на 2017 рік та середньострокову перспективу головним цільовим орієнтиром грошово-кредитної політики Національного банку України встановлено рівень інфляції, котрий вимірюється індексом споживчих цін.

На переконання багатьох дослідників, використання режиму таргетування інфляції сприяє забезпеченню макроекономічної стабільності [6, с. 16; 17, с. 37]. На думку фахівців ЄЦБ, інфляційне таргетування є стратегією монетарної політики, що спрямована на підтримку стабільності цін шляхом мінімізації відхилень у прогнозах інфляції від оголошеного рівня інфляційної цілі та ґрунтується на використанні як операційного орієнтиру монетарної політики процентної ставки [18, с. 12]. Отже, основною складовою запровадження таргетування інфляції є ключова процентна ставка, а тому поєднання адекватної економічним умовам процентної політики й здійснення комплексу антиінфляційних заходів виступають головними напрямками опосередкованого впливу центрального банку на стимулювання економічного розвитку. З огляду на такі його потенційні можливості й має відбуватися монетарне регулювання економіки.

На сьогодні таргетування інфляції є цілісним і найбільш досконалим монетарним режимом, реалізація якого передбачає комплекс заходів щодо її зниження або підтримання на певному рівні й забезпечення фінансової

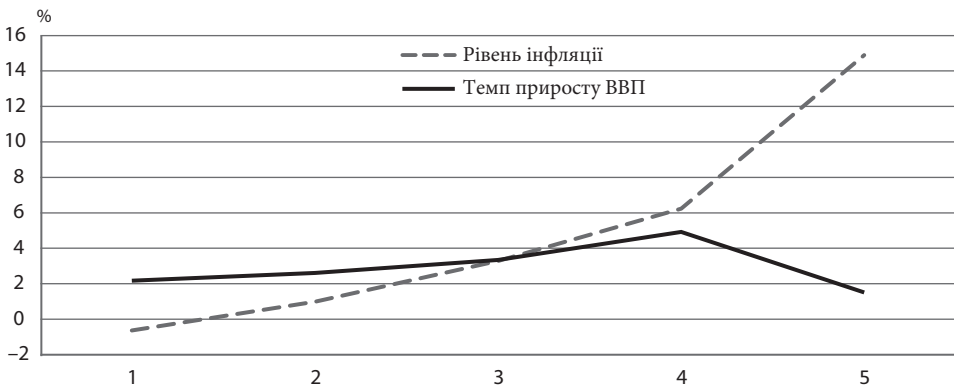


Рисунок. Взаємозв'язок рівня інфляції й темпів приросту ВВП у 204 країнах світу протягом 2014–2015 рр.

Побудовано авторами.

стабільності шляхом використання сукупності монетарних методів та інструментів. По суті, таргетування інфляції є системою певних принципів, правил, методів і операційних процедур, що застосовуються в межах загальної стратегії грошово-кредитного регулювання економіки та за допомогою котрих центральний банк може впливати на економічну динаміку. Водночас ефективна реалізація останнім цього режиму не можлива без тісного співробітництва з урядом. Тому в умовах України вкрай важливо встановити інфляційний таргет спільним рішенням Національного банку та уряду – самого лише його визначення в Основних засадах грошово-кредитної політики на 2017 рік та середньострокову перспективу замало.

Монетарний режим таргетування інфляції базується на механізмі управління процентними ставками грошового ринку, котрі є головним інструментом регулювання інфляції та ключовим каналом впливу грошово-кредитної політики на поведінку суб'єктів ринку. При цьому операційним орієнтиром такої політики центрального банку повинна бути ставка “овернайт” за короткостроковими кредитами рефінансування.

Отож, із метою стимулювання економічного зростання основними каналами передання монетарних імпульсів від центрального банку до реального сектору економіки мають бути процентний і кредитний. Тому головним інструментом грошово-кредитної політики стає ключова процентна ставка, а провідним методом – проведення антиінфляційної політики за допомогою режиму таргетування інфляції, який сприяє забезпеченню стійкості грошового обігу та грошово-кредитного ринку, а також макрофінансової й макроекономічної стабільності. До того ж застосування режиму таргетування інфляції шляхом посилення дії процентного каналу дає змогу активізувати інші канали монетарного трансмісійного механізму [5; 7; 8; 10], передає монетарні імпульси до суб'єктів господарювання, стимулюючи таким чином економічне зростання, а також сприяє забезпеченню прозорості грошово-кредитної політики та її сприйняттю суспільством.

Звідси випливає, що ключовими напрямками впливу центральних банків на економічний розвиток є розроблення адекватної процентної політики та реалізація ефективних механізмів управління процентними ставками грошового ринку на основі використання монетарного режиму таргетування інфляції, оскільки лише за низького й відносно сталого її рівня можна забезпечити стабільність фінансової системи та стійке економічне зростання.

Підсумовуючи викладене, доходимо таких висновків. Виконання основної функції центрального банку щодо забезпечення стабільності національної грошової одиниці повинне передбачати безперервність, пропорційність, послідовність і надійність грошового обігу та ґрунтуватися на стійкому функціонуванні банківського сектору й фінансової системи загалом. Зазначений підхід є більш простим, чітким, універсальним та зрозумілим як центральним банкам, так і суспільству, а також не створює колізій щодо неоднозначності оцінки й трактування результатів діяльності центрального банку. При цьому

дії останнього щодо розроблення та проведення грошово-кредитної політики варто розглядати як частину складнішого процесу, пов'язаного з монетарним регулюванням економіки. Центральний банк, що є одним із інститутів здійснення державної економічної політики, повинен діяти в системі органів державного управління й реалізовувати відповідну політику в грошово-кредитній сфері. Тому в нинішніх умовах доцільно вести мову не про повну незалежність центральних банків, а про їхню автономію в системі державного регулювання економіки та грошово-кредитного ринку.

У процесі монетарного регулювання економіки потрібно враховувати той факт, що ієрархічний підхід до визначення головної мети грошово-кредитної політики характеризує лише ступінь впливу та відповідальності центрального банку за досягнення окремих цілей, а також містить певні суперечності в досягненні цілей певних рівнів. Тому його ключове завдання щодо сприяння економічному розвитку має полягати у створенні монетарних передумов, основними з яких є: стабільність макроекономічної ситуації, банківської системи, збалансованість державного бюджету та низький рівень державного боргу, а також повільні й порівняно сталі темпи інфляції. Таким чином, поєднання адекватної економічним умовам процентної політики та здійснення комплексу антиінфляційних заходів є ключовими напрямками опосередкованого впливу центрального банку на економічний розвиток країни.

Список використаних джерел

1. Монетарна політика Національного банку України: сучасний стан та перспективи змін / Стельмах В. С. та ін.; ЦНД НБУ, УБС НБУ. Київ, 2009. 404 с.
2. Мишкін Ф. С. Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків. Київ: Основи, 1999. 963 с.
3. Науменкова С. В., Мищенко В. И. Влияние денежно-кредитной политики центрального банка на стимулирование экономического роста. *Проблемы современной экономики*. 2015. № 2 (54). С. 168–174.
4. Науменкова С., Мищенко С. Основні напрями координації грошово-кредитної та бюджетно-податкової політики. *Вісник НБУ*. 2012. № 5. С. 13–21.
5. Дзюблук О. Грошово-кредитна політика як фактор макроекономічної стабілізації і подолання наслідків кризових явищ. *Світ фінансів*. 2011. № 3. С. 7–19.
6. Дзюблук О. Проблеми інфляційного таргетування в сучасній економіці. *Світ фінансів*. 2015. № 2. С. 7–18.
7. Коваленко В. В. Грошово-кредитна політика та її вплив на подолання структурних дисбалансів економіки України. *Вісник Миколаївського національного університету ім. В. О. Сухомлинського*. 2016. № 12. С. 445–449.
8. Грищенко А. Какая денежно-кредитная политика нужна Украине. URL: <http://gazeta.zn.ua/macrolevel/kakaya-denezhno-kreditnaya-politika-nuzhna-ukraine-.html>.
9. Мищенко С. В., Науменкова С. В., Льон І. М. Монетарні цикли в економіці України. *Актуальні проблеми економіки*. 2016. № 11. С. 363–372.
10. Мищенко С. В. Проблемы устойчивости денежного обращения. М.: Новое знание, 2014. 399 с.
11. Мищенко С. В. Современные проблемы теории денег и денежного обращения / ЦНИ НБУ, УБД НБУ. Киев, 2011. 230 с.

12. Банківська система України на шляху євроінтеграції: монографія / авт. кол.; за ред. С. А. Буковинського. Київ: ЦНД НБУ, 2015. 496 с.
13. Міщенко В., Крилова А. Методологічні засади запровадження макропруденційного регулювання та нагляду. *Вісник НБУ*. 2011. № 3. С. 12–15.
14. Обґрунтування методичних підходів до оцінки стійкості фінансової системи: інформ.-аналіт. матеріали. Вип. 6. Київ: ЦНД НБУ, 2006. 162 с.
15. Вулфел Ч. Дж. Энциклопедия банковского дела и финансов. Самара: Корпорация “Федоров”, 2000. 1583 с.
16. Ефективність та конкурентоспроможність банківської системи України / Карчева Г. Т. та ін.; за ред. Г. Т. Карчевої. Київ: УБС, 2016. 278 с.
17. Naumenkova S., Malyutin O., Mishchenko S. Transition to Inflation Targeting in Ukraine: New Tools for Monetary Policy. *Bulletin of Taras Shevchenko National University of Kyiv. Economics*. 2015. № 1 (166). P. 31–39.
18. The Monetary Policy of the ECB. Frankfurt am Main: ECB, 2011. 160 p.

References

1. Stel'makh, V. S. et al. (2009). *Monetarna polity'ka Nacional'noho banku Ukrainy': suchasny'j stan ta perspektyvy' zmin* [Monetary policy the National Bank of Ukraine: status and prospects]. Ky'iv: CND NBU, UBS NBU [in Ukrainian].
2. Mishkin, F. S. (1999). *Ekonomika hroshej, bankivs'koyi spravy' i finansovy'kh ry'nkiv* [The Economics of money, banking and financial markets]. Ky'iv: Osnovy' [in Ukrainian].
3. Naumenkova, S. V., Mishhenko, V. I. (2015). Vliyanie denezhno-kreditnoj politiki central'nogo banka na stimulirovanie ekonomicheskogo rosta [The influence of the monetary policy of the Central Bank to stimulate economic growth]. *Problemy' sovremennoj ekonomiki* [Problems of modern Economics], 2 (54), 168–174 [in Russian].
4. Naumenkova, S., Mishhenko, S. (2012). Osnovni napryamy' koordynatsiyi hroshovo-kredyt'noyi ta byudzhetho-podatkovoyi polity'ky' [The Main directions of coordination of monetary and fiscal policy]. *Visny'k NBU* [Bulletin of the NBU], 5, 13-21 [in Ukrainian].
5. Dzyublyuk, O. (2011). Hroshovo-kredyt'na polity'ka yak faktor makroekonomichnoyi stabilizatsiyi i podolannya naslidkiv kry'zovy'kh yav'y'shh [Monetary policy as a factor of macro-economic stabilization and overcoming of consequences of crisis phenomena]. *Svit finansiv* [The World of Finance], 3, 7–19 [in Ukrainian].
6. Dzyublyuk, O. (2015). Problemy' inflyatsijnoho tarhetuvannya v suchasnij ekonomici [Problems of inflation targeting in the modern economy]. *Svit finansiv* [The World of Finance], 2, 7–18 [in Ukrainian].
7. Kovalenko, V. V. (2016). Hroshovo-kredyt'na polity'ka ta yiyi vplyv na podolannya strukturny'kh dy'sbalansiv ekonomiky' Ukrainy' [Monetary policy and its impact on overcoming the structural imbalances of the economy of Ukraine]. *Visny'k My'kolayivs'koho nacional'noho universytetu im. V. O. Sukhomly'ns'koho* [Bulletin of the Mykolayiv national University], 12, 445–449 [in Ukrainian].
8. Gricenko, A. (2015, July 24). *Kakaya denezhno-kreditnaya politika nuzhna Ukraine* [What monetary policy is needed in Ukraine]. Retrieved from http://gazeta.zn.ua/macrolevel/kakaya-denezhno-kreditnaya-politika-nuzhna-ukraine_.html [in Russian].
9. Mishhenko, S. V., Naumenkova, S. V., L'on, I. M. (2016). Monetarni cy'kly' v ekonomici Ukrainy' [Monetary cycles in the economy of Ukraine]. *Aktual'ni problemy' ekonomiky'* [Actual problems of economy], 11, 363-372 [in Ukrainian].
10. Mishhenko, S. V. (2014). *Problemy' ustojchivosti denezhnogo obrashheniya* [The Problems of stability of monetary circulation]. Moscow: Novoe znanie [in Russian].
11. Mishhenko, S. V. (2011). *Sovremennye problemy' teorii deneg i denezhnogo obrashheniya* [Modern problems of the theory of money and money circulation]. Kiev: CNI NBU, UBD NBU [in Russian].
12. Bukovy'ns'ky'j, S. A. (Ed.). (2015). *Bankivs'ka sy'stema Ukrainy' na shlyakh yevrointehratsiyi* [The banking system of Ukraine towards European integration]. Ky'iv: CND NBU [in Ukrainian].

13. Mishhenko, V., Krylova, A. (2011). Metodolohichni zasady` zaprovadzhennya makroprudencijnoho rehulyuvannya ta nahlyadu [Methodological bases of introduction of macroprudential regulation and supervision]. *Visnyk NBU* [Bulletin of the NBU], 3, 12-15 [in Ukrainian].
14. Scientific Research Center of National Bank of Ukraine. (2006). *Obg`runtuvannya metody`chny`kh pidkhodiv do ocinky` stijkosti finansovoyi sy`stemy`* [Justification of methodological approaches to assess the stability of the financial system]. Ky`yiv: Author [in Ukrainian].
15. Woelfel, Ch. G. (2000). *E`nciklopediya bankovskogo dela i finansov* [Encyclopedia of banking and Finance]. Samara: Korporaciya "Fedorov" [in Russian].
16. Karcheva, H. T. (Ed.). (2016). *Efekty`vnist` ta konkurentospromozhnist` bankivs`koyi sy`stemy` Ukrayiny`* [The efficiency and competitiveness of the banking system of Ukraine]. Ky`yiv: UBS [in Ukrainian].
17. Naumenkova S., Malyutin O., Mishchenko S. (2015). Transition to Inflation Targeting in Ukraine: New Tools for Monetary Policy. *Bulletin of Taras Shevchenko National University of Kyiv. Economics*, 1 (166), 31–39.
18. ECB. (2011). *The Monetary Policy of the ECB*. Frankfurt am Main: Author.