

**ПАСІЧНИЙ Микола** к. е. н., доцент, доцент кафедри фінансів  
Київського національного  
E-mail: [nickpasichniy@gmail.com](mailto:nickpasichniy@gmail.com) торговельно-економічного університету  
ORCID: 0000-0001-7663-776X вул. Кіото, 19, м. Київ, 02156, Україна

## МОНЕТАРНА ПОЛІТИКА В ТРАНСФОРМАЦІЙНІЙ ЕКОНОМІЦІ\*

*Розглянуто особливості формування і реалізації монетарної політики в трансформаційній економіці. Обґрунтовано доцільність розвитку інституційного середовища з метою підвищення результативності монетарних інструментів і механізмів. Визначено, що незалежність і прозорість центрального банку відіграє значиму роль для досягнення цінової та фінансової стабільності. Здійснено оцінку ступеня прозорості Національного банку України.*

*Ключові слова:* монетарна політика, цінова стабільність, монетарний режим, інфляційне таргетування, валютний курс, незалежність центрального банку.

*Пасечный Н. Монетарная политика в трансформационной экономике. Рассмотрены особенности формирования и реализации монетарной политики в трансформационной экономике. Обоснована целесообразность развития институциональной среды с целью повышения результативности монетарных инструментов и механизмов. Определено, что независимость и прозрачность центрального банка играет значимую роль для достижения ценовой и финансовой стабильности. Осуществлена оценка степени прозрачности Национального банка Украины.*

*Ключевые слова:* монетарная политика, ценовая стабильность, монетарный режим, инфляционное таргетирование, валютный курс, независимость центрального банка.

**Постановка проблеми.** Удосконалення монетарної політики є актуальним для кожної країни, а особливої значущості це питання набуває для трансформаційної економіки, якій притаманний якісний розвиток інститутів, обмеження ступеня директивного державного регулювання із формуванням базису для забезпечення стійких темпів економічного розвитку. В розвинених країнах світу цінова та фінансова стабільність визнані пріоритетом грошово-кредитної політики, досягнення таких цілей є запорукою формування передумов для довгострокового економічного зростання. Монетарний регулятор має бути наділений високим рівнем незалежності для прийняття управлінських рішень, ургентним є питанням постійного удосконалення інститутів. Імплементация принципу комплементарності при реалізації грошово-кредитної

\* Стаття підготовлена у межах виконання науково-дослідної роботи «Стратегія управління державними фінансами в умовах економічних перетворень» (номер державної реєстрації 0117U000505).

політики, особливо в країнах із трансформаційною економікою з високим ступенем транзитивності інституційної архітектури фінансової системи, не забезпечує досягнення запланованих результатів. Вочевидь комбінаторне застосування інструментів і методів не має суперечити цілям щодо встановлення цінової та фінансової стабільності в країні.

Актуальним стає виокремлення основної мети монетарної політики, ієрархічне підпорядкування їй інших цілей, визначення спектра інструментів для їх досягнення сприяє підвищенню дієвості грошово-кредитного регулювання.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Питанням удосконалення основних засад розробки монетарної політики присвячено праці О. Барановського [1], С. Буковинського, Т. Унковської та М. Джус [2], О. Дзюблюка [3], В. Міщенко, С. Науменкової, С. Міщенко, В. Іванова та І. Льон [4; 5], К. Сімса [6], С. Хенсона та Дж. Штейна [7], Н. Шульги [8]. Значний інтерес становлять наукові дослідження, присвячені певним особливостям реалізації монетарної політики у країнах із трансформаційною економікою, зокрема Е. Гоша, Дж. Острі та М. Чемона [9], В. Козюка і Л. Менкофа [10; 11].

Водночас важливим є продовження наукового пошуку в сфері модернізації основних засад формування монетарної політики, враховуючи динамічні перетворення в економіці та потребу підвищення якості інститутів. Актуальним є обґрунтування положень щодо доцільності одночасного таргетування декількох монетарних індикаторів центральним банком; ідентифікація можливостей взаємоузгодженого використання інструментів ключової процентної ставки й валютного курсу на трансформаційному етапі розвитку економіки.

**Метою** статті є детермінація положень щодо формування і реалізації монетарної політики в трансформаційній економіці, враховуючи інституційні особливості та обмеження при використанні монетарного інструментарію.

**Матеріали та методи.** Теоретичною та методологічною основою дослідження є праці вітчизняних і зарубіжних науковців з проблеми, що розглядається. Використано сукупність методів і підходів, що надало змогу забезпечити концептуальну єдність дослідження. Застосовано діалектичний, системний та структурний підходи, методи узагальнення, аналізу й синтезу, порівняння, наукового абстрагування.

**Результати дослідження.** Процентна політика виступає основним монетарним інструментом. Регулювання значень облікової ставки надає необхідні сигнали економічним агентам і фінансовим ринкам щодо перспектив подальшої ділової та інвестиційної активності. Процентний канал трансмісії суттєво впливає на макроекономічну динаміку. Більшість країн ОЕСР повноцінно адаптували режим інфляційного таргетування (ІТ), деякі країни зі згаданої вибірки застосовують окремі його інструменти. Можна стверджувати про сталу тенденцію зниження ролі валютних інтервенцій як інструмента грошово-кредитної політики, особливо

з переходом до вільного курсоутворення. У країнах, де відбувається удосконалення інституційної архітектури фінансової системи, зокрема монетарної і бюджетної сфери, незважаючи на можливе визначення де-юре ключової процентної ставки як основного інструмента політики де-факто протягом тривалого періоду співіснують два інструменти – облікова ставка та стерилізовані валютні інтервенції. Можна частково погодитися з позицією С. Аржевітіна [12, с. 35–37] і О. Дзюблюка [13], що в нашій країні дуалізм функціонування монетарних режимів: ІТ де-юре та гібридний режим фіксованого валютного курсу де-факто. Наведена ситуація аргументується вченими дією протягом тривалого періоду низки адміністративних обмежень на валютному ринку, що не кореспондує з декларованим завданням гнучкого курсоутворення для успішної адаптації режиму ІТ. Водночас існує сукупність об'єктивних обставин, генерованих насамперед екзогенним середовищем, чому дія адміністративних заходів пролонгується. *По-перше*, йдеться про втрату експортного потенціалу країни внаслідок анексії та окупації територій; *по-друге* – розрив господарських відносин і виробничих циклів для деяких флагманів галузей економіки; *по-третє*, продовжується військовий конфлікт; *по-четверте*, відбувається ускладнення торговельних відносин, зокрема створюються блокади для проходження вітчизняних товарів на зовнішні ринки, що впливає на підвищення логістичних витрат і як наслідок – певне зниження рівня конкурентоспроможності; *по-п'яте*, протікають комплексні зміни структурної композиції експорту, відбувається пошук нових ринків збуту для продукції, що потребує проходження спектра процедур із сертифікації та задоволення вимог існуючих стандартів, тобто виділення додаткових фінансових і часових затрат. Сукупно наведений фактаж не можна приписати будь-якій країні, яка проходить трансформаційні перетворення, тому можливим і вимушеним є застосування «екстрених» комбінаторних інструментів грошово-кредитної політики, спрямованих на досягнення цінової та фінансової стабільності. Водночас регулятор із покращанням економічної кон'юнктури та ситуації на валютному ринку продовжить політику зниження присутності адміністративних заходів і їхнього впливу на ринок.

Для трансформаційної економіки присутні проблеми доволі високого рівня інфляції, що має двозначний характер, тому ургентним завданням є зниження цього індикатора. Значна увага приділяється валютному курсу, зміна якого розцінюється як втрата фінансової стабільності та зниження довіри суспільства до інституції НБУ й грошово-кредитної політики в цілому. Успішна реалізація режиму фіксованого валютного курсу протягом тривалого періоду в умовах трансформації економіки має позитивне значення для зменшення інфляційних очікувань економічних агентів, що непрямо впливає на економічний розвиток. Однак такий режим не дає чіткої відповіді, яким чином адаптувати монетарну політику за умов екзогенних цінових шоків на ринках *commodities* без понесення значних втрат для населення і держави. Емпіричний досвід

свідчить, що навіть масивні обсяги міжнародних резервів у країнах-експортерах сировини (Азербайджан, Бразилія, Венесуела, Казахстан, Південно-Африканська Республіка, Російська Федерація) не можуть стримати девальвацію національної валюти та ефективно протидіяти появі тіншового сегмента готівкового ринку валюти при шоківому зниженні цін на сировину. Можливими варіантами реалізації політики продажу валюти з міжнародних резервів є пом'якшення спаду обмінного курсу й надання преференцій відповідним державним підприємствам-імпортерам.

У країнах з високим рівнем доларизації економіки, деномінації державних боргових паперів у іноземній валюті, наявним суттєвим впливом зміни валютного курсу на індекс споживчих цін (ІСЦ), обмеженою мобільністю чинників виробництва ігнорування значних шоків на валютному ринку існують високі ризики та фінансові втрати. Зазвичай у таких країнах фінансовий ринок є недостатньо інтегрованим до світового, фондовий ринок має статус граничного, а акції великих компаній котируються на міжнародних біржах. Якісний рівень розвитку інститутів позначається на рівні відповідальності уповноважених органів щодо формування і реалізації заходів економічної політики. Початковий етап функціонування монетарного режиму, націленого на досягнення цінової стабільності, може характеризуватися певними економічними викликами, що потребують виваженої реакції центрального банку. Ймовірна висока гнучкість обмінного курсу на цьому етапі розцінюється як невід'ємна складова успішної адаптації режиму ІТ, а прихильність монетарних інституцій до вільного курсоутворення виступає лакмусовим папером для оцінки виваженості та надійності проведення грошово-кредитної політики [9].

У країнах із розвиненим фінансовим сектором та інститутами коливання валютного курсу не розглядають як чинник впливу на економічний розвиток, більше уваги приділяється питанням реального обмінного курсу. Дослідження свідчать, що навіть за умови значного ступеня переносу девальвації національної грошової одиниці на зростання внутрішніх цін у країні регулярне використання інтервенцій може знизити результативність заходів імплементації режиму ІТ [14]. Слабкість інститутів і невисокий рівень ефективності державного управління виступають обмежувальними чинниками при реалізації заходів монетарної політики, зокрема в сферах забезпечення стабільності цін чи експансіоністської політики для активізації економічного розвитку. Передчасне запровадження механізмів чи запозичення провідних практик, що успішно застосовуються в розвинених країнах, без структурних змін інституційного середовища не принесе значимих результатів, а навпаки, може зумовити чергове розчарування у суспільстві. Доларизація економіки та фіксований обмінний курс у країнах із трансформаційною економікою розцінюються як тимчасові засоби з метою збереження стабільності, однак насправді ці факти підтверджують

недостатню розвиненість інституційної матриці та обґрунтованість економічної політики держави. Зарубіжні науковці встановили, що незважаючи на співпрацю з міжнародними фінансовими організаціями, зокрема МВФ, у межах затверджених програм, якість інституційних засад фіскальної та монетарної політики в країнах, що розвиваються, змінюється доволі повільно [15]. У межах останньої програми України з МВФ, затвердженою Радою Директорів 18.12.2018, вчергове акцентовано на пріоритеті державної фінансової політики щодо подальшого зниження інфляції зі збереженням гнучкого режиму курсоутворення [16]. Досвід країн із емерджентними економіками не раз засвідчував зміщення цілей грошово-кредитної і фіскальної політики від декларованих та проведення прихованої субституції. З огляду на зазначене, МВФ стимулює органи державної влади до накладення інституційних обмежень щодо дизайну монетарної та бюджетно-податкової політики, а також визначає індикативні орієнтири для одержання наступних траншів кредитних ресурсів.

Васко Курдія зазначає, що емерджентні економіки часто зіштовхуються з проблемами відтоку капіталу, відсутністю доступу до міжнародних ринків запозичень, що негативно впливає на економіку. Внаслідок цього адекватною реакцією з боку монетарної політики для забезпечення макроекономічної стабілізації є поєднання девальвації національної валюти та підвищення облікової ставки. Означена ситуація доводить невідповідність здійснюваної політики вимогам часу й посилює необхідність підвищення рівня довіри та якості розробки грошово-кредитної політики. Дослідник наголошує на потребі застосування адаптивної та гібридної політики таргетування, а режим валютного курсу має встановлюватися, виходячи з економічної ситуації [17]. Україна неодноразово наражалася на зазначені проблеми дисбалансу валюти при відтоку спекулятивного капіталу, обмеженому доступі до рефінансування боргу, падінні обсягів і вагових показників іноземних інвестицій у ВВП. Макроекономічну стабілізацію вдалося забезпечити завдяки девальвації (яка подекуди була різкою), валютних інтервенцій, підняття облікової ставки, введення адміністративних обмежень на фінансовому ринку. Проте структурних змін інституційних засад монетарної політики не було здійснено до моменту останнього різкого економічного шоку 2014–2015 рр. Інерційність перетворень в грошово-кредитній сфері, недостатність взаємодії та координації бюджетно-податкової та монетарної політики виступали бар'єрами на шляху до вдосконалення та підвищення функціональної адаптивності національної економічної політики.

Аналогічної позиції щодо інерційності монетарної політики в країнах із трансформаційною економікою дотримуються Юрген фон Хаген і Цзюнь Чжоу. Основними детермінантами валютної політики є критерії, висвітлені теорією оптимальних валютних зон (*Optimum Currency Area*), де валютний курс розглядається як засіб впливу на сукупний попит та інструмент регулювання платіжного балансу; стратегія стабілізації



(динаміка інфляції, волатильність реального обмінного курсу, внутрішні цінові шоки); ризики валютних криз (достатність міжнародних резервів, боргова стійкість публічних фінансів), інституціональні особливості розвитку. Також важливим чинником є рівень економічного розвитку, який можна виміряти за допомогою показника ВВП на душу населення. Науковці встановили, що при виборі з трьох основних можливих опцій режиму валютного курсу (фіксований, перехідний, плаваючий) значну роль відіграє минулий режим курсоутворення. Для багатьох країн, де функціонував режим фіксованого валютного курсу, існує велика ймовірність де-факто його пролонгації. Таку ситуацію в науковій літературі описують як «боязкість плавання», декларуючи відхід від фіксованого валютного курсу, активно використовуються валютні інтервенції центрального банку для його підтримки на майже незмінному рівні, що спричинено слабкістю розвитку інститутів, зокрема фінансових [18]. На думку Я. Жаліло, за умов трансформації економіки валютно-курсова лібералізація розкриває простір для валютних спекуляцій, проте має недостатній вплив на стан платіжного та торговельного балансу [19]. Варто погодитися з позицією науковця та вважати, що в такій ситуації валютна лібералізація має відбуватися послідовно та виважено. Доцільним є розвиток засад валютного регулювання, врахування трендів розвитку економіки та кон'юнктурних коливань, формування достатніх обсягів міжнародних резервів відповідно до стандартів фінансової безпеки, присвоєння державі міжнародними інституціями принаймні середніх за значенням коротко- та довгострокових кредитних рейтингів. Останні два фактори сприятимуть підвищенню довіри економічних агентів до державної політики в контексті утримання фінансової стабільності, що протидіятиме спекулятивним атакам на валютний курс, а також їх результативності.

У праці Едуардо Леві-Сяті, Федеріко Штурценегера, Ілієни Регго [20] вказано, що трьома основними підходами до вибору режиму валютного курсу є: *теорія оптимальних валютних зон*, яка пов'язує конкретний вибір відповідного режиму з торговельними відносинами країни, розміром, відкритістю економіки, характеристикою впливу економічних шоків; *фінансовий підхід*, який акцентує увагу на наслідках міжнародної фінансової інтеграції (включає фактори мобільності капіталу, доларизації економіки, потреби залучення іноземної валюти); *інституційний підхід*, за яким стабільність курсу та його прив'язка до однієї з валют країн-партнерів відбувається в умовах недовіри економічних агентів до здійснюваної грошово-кредитної політики. Справді, при тривалій стабільності обмінного курсу в середині 2000-х років та зміцненні довіри до політики НБУ слід було поетапно переходити до режиму плаваючого валютного курсу та концентрувати увагу на інфляції як орієнтирі монетарної політики. Незмінність курсу впливала на уповільнення інфляції, однак варто було б більше уваги приділяти іншим чинникам, зокрема немонетарним, що надало б змогу виважено відпустити курс від фіксованого

цільового орієнтиру. Нехтування фундаментальними чинниками зміни обмінного курсу призвела до дестабілізації ситуації у банківській сфері, публічних фінансах, позначилось на зниженні рівня добробуту населення, діловій активності суб'єктів економічних відносин.

Надмірна волатильність валютного курсу, що перевищує 10–12 %, може бути тригером певної нестабільності, зумовивши зміни прибутковості діяльності економічних агентів і переоцінку їхніх рішень щодо подальшого інвестування. Експортери продукції закладають у контракти фіксований рівень заробітної плати в національній грошовій одиниці, а у випадку України значне зміцнення гривні до долара США не може бути перекладене на імпортерів з огляду на високий рівень конкуренції на ринках збуту й потребу розширення своєї частки на зарубіжних ринках. Отже, відбувається регулювання рівня прибутків експортерів, що впливає на динаміку інвестиційної активності. Країнам, які часто стикаються із реальними економічними шоками, всередині яких спостерігається цінова нестабільність, слабкість інститутів, не варто застосовувати таргетування валютного курсу, з огляду на очікувану низьку ефективність цього заходу. Важливим чинником, який впливає на ухвалення можливого рішення щодо адаптації режиму фіксованого валютного курсу або ж «гібридного» фіксованого курсу, є ступінь відкритості економіки. За умови високих значень наведеного показника фіксація курсу є недоцільним заходом грошово-кредитної політики держави. У 2013–2017 рр. усереднене значення частки імпорту у ВВП становить 54,74 %, експорту – 49,22 %, що свідчить про приналежність нашої держави до категорії відкритих економік. Таким чином, у випадку України необхідним є створення фундаментальних передумов для недопущення надмірної волатильності валютного курсу та зміцнення інституційних засад грошово-кредитної політики для протидії інтенціям повернення до траєкторії таргетування валютного курсу.

Згідно з традиційною моделлю Манделла-Флемінга, що властива для відкритої економіки, неможливо одночасно забезпечити функціонування режиму фіксованого валютного курсу, мобільність капіталу та незалежність монетарної політики. Для трансформаційних економік властивою особливістю є недостатня або ж формальна незалежність центробанку. Відбувається підпорядкування монетарної політики бюджетно-податкової, що є типовим у структурно-функціональній моделі державної фінансової політики для цього типу країн. Провідна роль бюджету як регулятивного механізму економічного й соціального розвитку обумовлює наявність фіскального домінування, що не сприяє досягненню цінової стабільності. Прагнення виконавчої влади встановлювати кількісні орієнтири ІСЦ, обсяги прибутку центробанку, який слід перерахувати до дохідної частини державного бюджету, впливати на зміну значень облікової ставки та процентної ставки рефінансування є поширеними прикладами втручання в роботу монетарної інституції. Окрім того, уряд, який є відповідальним за виконання бюджету, може частково

бути зацікавленим у вищому показнику інфляції, що обумовлено неточністю та певними недоліками бюджетного планування. Перевищення значень ІСЦ над плановими дають змогу забезпечити більші надходження від категорії податків на споживання, зокрема при встановленні адвалорної ставки податку.

МВФ констатує, що зниження довгострокових інфляційних очікувань без функціонування незалежного й прозорого в своїй діяльності центрального банку нині є неможливим. Крім того, для досягнення цінової стабільності необхідно підвищити стійкість публічних фінансів, перманентно вдосконалювати основні засади фіскальної та монетарної політики [21]. Транспарентність є важливою складовою системи забезпечення відповідальності та підзвітності монетарного регулятора. Крістофер Кроу та Еллен І. Мід визначають п'ять аспектів транспарентності [22]:

*політична* – стосується взаємовідносин виконавчої влади та центробанку щодо розмежування функціональних обов'язків;

*економічна* – виявляється в оголошенні та представленні громадськості офіційних звітів, релізів і прогнозних документів монетарного регулятора, наданні можливостей суспільству проводити їх незалежну оцінку;

*процедурна* – передбачає відкритість процедур центробанку при прийнятті відповідних управлінських рішень і представлення цієї інформації, наприклад, при ухваленні рішення щодо зміни значень ключової процентної ставки (йдеться про характер прийняття рішення всередині центру відповідальності – одностайно, переважною більшістю голосів, присутністю особливої думки тощо);

*діяльнісна* – полягає в негайному оголошенні прийнятих центробанком рішень та їх обґрунтуванні, представленні мотиваційної частини їх ухвалення;

*операційна* – охоплює питання втілення рішень у практичну площину, моніторингу їх виконання, визначення недоліків у прогнозах і здійснення відповідної корекції.

Ця інформація спонукає до здійснення аналізу ступеня транспарентності НБУ (*таблиця*), де можна пересвідчитися, що вітчизняний центробанк має високий рівень прозорості при здійсненні своєї функціональної діяльності за всіма складовими, що свідчить про дієвість запроваджених змін інституційного характеру.

Посилення відкритості діяльності монетарного регулятора є поширеним трендом у світі, об'єктивним запитом суспільства, непрямим важелем впливу громадськості на ухвалення рішень. Сучасна фаза інформаційного суспільства актуалізувала потребу більшого ступеня відкритості та підзвітності органів державного управління. Своєчасне інформування учасників ринку про поточний стан інфляції, потенційних ризиків і можливих заходів регулятора у відповідь на них дає змогу адаптуватись економічним агентам до відповідної ситуації, знижуючи рівень економічної невизначеності, що стримує зростання реального ВВП.



Надання об'єктивної інформації та адекватна реакція центробанку на існуючі виклики допомагає підвищити довіру суспільства й позитивно впливає на результативність здійснюваних заходів. Отже, прозорість діяльності є засобом впливу на очікування економічних агентів за умов реалізації відповідальної, зваженої та обґрунтованої політики.

Таблиця

**Транспарентність Національного банку України**

Складова	Характеристика	Рівень
Політична	НБУ самостійно встановлює специфічні цілі монетарної політики, має інституційну незалежність. Розроблена стратегія монетарної політики, чітко детермінована основна ціль політики – досягнення цінової стабільності, визначено інструменти та період її досягнення. Функціонує Рада фінансової стабільності, куди входять керівники основних державних фінансових інституцій, зокрема Міністерства фінансів, проте її рішення мають виключно рекомендаційний характер	Високий
Економічна	На регулярній основі публікується грошово-кредитна статистика, квартальний інфляційний звіт, здійснюється щомісячна оцінка показника інфляції, оприлюднюється звіт про фінансову стабільність, річний звіт	Високий
Процедурна	На офіційному інтернет-ресурсі представлено графік засідання правління центробанку. З лагом у 10-денний термін стають публічними підсумки дискусії членів комітету з монетарної політики щодо рівня облікової ставки. До прийняття відповідного рішення функціонує семиденний «режим тиші»	Високий
Діяльнісна	У день ухвалення рішення з монетарної політики проводиться прес-брифінг голови НБУ. Регулярно оприлюднюються прес-релізи засідання Правління Національного банку, в якому зазначено основні фактори, які обумовили ухвалення відповідного рішення	Високий
Операційна	Центральний банк ідентифікує ризики, які перешкоджають і можуть відтермінувати досягнення інфляційних цілей, регулярно здійснює перегляд індикативу ІСЦ на середньострокову перспективу, а також у розрізі кварталів. Застосовується сценарний підхід до прогнозування цього показника. Увага регулятора концентрується на питаннях економічної невизначеності, а не на прорахунках прогностичної діяльності	Достатньо високий

Джерело: розроблено автором за [23].

Незалежність є інституційним запобіжником протидії втручання органів виконавчої влади в діяльність центрального банку з метою реалізації заходів дискреційної політики, які в багатьох випадках при незрілості інститутів мають украй низьку результативність. Нобелівській лауреат Крістофер Сімс зауважує, що незалежність центробанку

спрямована на перешкоджання короткострокового політичного впливу на грошово-кредитне регулювання і пріоритетну концентрацію діяльності монетарної інституції на утримання цінової стабільності [6]. Ця категорія, по суті, дає змогу розділити системи формування бюджетно-податкової та монетарної політики із виділенням центрів фінансової відповідальності. Водночас завжди існує перетин цих політик – заходи монетарної політики здійснюють вплив на фіскальну, відповідно фіскальної – на грошово-кредитну. Обов'язковим є забезпечення тісної координації між згаданими політиками з метою досягнення фінансової стабільності та форсування темпів економічного розвитку [24]. Підвищення рівня незалежності вбачається здійснювати шляхом удосконалення комунікаційних каналів між монетарним регулятором та економічними агентами. Заходи центрального банку мають бути своєчасними, обґрунтованими, прийматись відкрито та супроводжуватись відповідними вербальними інтервенціями.

Дослідники Луїс Якоме та Томмазо Манчіні-Гріфоллі зазначають, що за відсутності довіри та підтримки суспільства надавати великі повноваження монетарній інституції є нелогічним кроком. Трьома основними елементами, які підвищують рівень незалежності та довіри, вони називають такі: *чітка модель монетарної політики* (використовуючи специфічні інструменти, включаючи процентну ставку для досягнення поставлених цілей, зокрема таргетування інфляції, у суспільства є можливість моніторингу заходів і дій центробанку та оцінювати їхню ефективність); *результативність* (досягнення і підтримання цінової стабільності є проявом незалежності центробанку та інструментом захисту від політичного впливу); *підзвітність* (досягаючи поставлених завдань і цілей, які в підсумку мають на меті підвищення рівня життя населення, центральний банк періодично публічно звітує перед суспільством за результати своєї діяльності) [25]. Заслуговує на увагу позиція авторів щодо використання дев'яти об'єднаних індикаторів для розрахунку агрегованого показника незалежності центробанку. *Перший* індикатор стосується призначення і звільнення (тривалість, умови, обмеження) голови центрального банку. *Другий* – оцінює роль центробанку в розробці монетарної політики, виборі режиму валютного курсу, бюджетному процесі. *Третій* – стосується детермінації цінової стабільності як пріоритетної цілі грошово-кредитної політики. *Четвертий* та *п'ятий* індикатори слугують відображенням наявності рестрикцій щодо кредитування уряду. *Шостий* індикатор оцінює повноваження центробанку стосовно контролю над дохідністю, строковістю та розміром випущених державних боргових цінних паперів. *Сьомий* оцінює спектр потенційних позичальників. *Восьмий* – відображає певні особливості діяльності монетарного регулятора на внутрішньому ринку державних запозичень. *Дев'ятий* – оцінює умови, тривалість призначення, підстави для звільнення Правління центрального банку [26].

Тонні Лібек аргументує, що більш доречним є уживання терміна автономії центрального банку, що полягає в операційній свободі регулятора, та зауважує, що категорію «незалежності» недоцільно використовувати там, де накладаються інституційні обмеження. Дослідник виділяє чотири типи автономії:

➤ *автономія цілі*, що передбачає надання повноважень монетарному регулятору формувати грошово-кредитну політику, визначати цілі та завдання політики, можливості вибору основної мети політики;

➤ *автономія таргету* полягає у наданні відповідних повноважень центробанку розробляти монетарну політику, основна мета політики чітко закріплена в нормативно-правовому акті, зазвичай це досягнення цінової стабільності, тому можливості регулятора звужені детермінацією кількісних значень ІСЦ;

➤ *інструментальна автономія*, за якої вибір цілей та встановлення кількісних орієнтирів здійснено шляхом законодавчого закріплення або ж за погодженням і координацією з урядом, однак центральний банк на власний розсуд може застосовувати інструменти та важелі для досягнення цілей і покладених завдань;

➤ *обмежена автономія* або ж її відсутність, де присутній суттєвий вплив виконавчої гілки влади на формування грошово-кредитної політики [27].

Частково можна не погодитися із позицією дослідника щодо розмежування першого та другого виду автономії, коли центробанк самостійно обирає основну ціль з-поміж інших, або ж таке положення закріплено в нормативно-правовому акті. Виникає питання: а якщо регулятор виступив ініціатором внесення змін у законодавство стосовно закріплення основної мети грошово-кредитної політики та підходів щодо її досягнення задля зниження впливу політичного циклу на розробку й реалізацію монетарної політики? У цьому разі автономія центробанку не знижується, навпаки підвищується ефективність управління суспільно-політичними ризиками. Означений факт є надзвичайно важливим, адже при недостатньому розвитку інститутів може відбуватись перманентна субституція цілей, що перешкоджає посиленню дієвості політики, зниженню її волатильності. В умовах трансформації економіки важливим є розбудова засад ІТ як домінуючого монетарного режиму, що й передбачає чітку детермінацію алгоритму реалізації функцій і завдань центробанку [28]. Притаманна Україні автономія таргету за наведеною класифікацією є достатньою передумовою для зниження рівня споживчої інфляції в середньостроковій перспективі.

Незалежність центрального банку є важливим і необхідним атрибутом формування і розробки дієвої монетарної політики. Доцільно детермінувати основні критерії цієї категорії. *По-перше*, характерною ознакою незалежності є формальне закріплення функцій, повноважень, відповідальності, основних засад та інституційних рамок функціонування монетарної інституції у вигляді спеціального закону. *По-друге*, обрання керівництва монетарного регулятора має здійснюватися без

участі уряду: більш тривалий період каденції керівництва центробанку, ніж парламенту, знижує вплив політичного циклу на розробку грошово-кредитної політики. *По-третє*, повноваження щодо розробки монетарної політики мають бути винятково у Правління центробанку, без можливостей директивного впливу їх корекції іншою інституцією. *По-четверте*, чітке визначення основної мети монетарної політики, формалізований порядок досягнення цінової стабільності в країні. *По-п'яте*, наявність інституційних обмежень щодо прямого кредитування уряду, недопущення емісійного фінансування дефіциту бюджету. З огляду на зазначене, можна стверджувати, що для нашої держави в зоні певного ризику перебуває третій критерій, коли міжнародні кредитори в особі МВФ вносять питання обов'язковості дотримання взятого курсу на повноцінну адаптацію ІТ. Такий підхід є досить контрверсійним, з одного боку, відбувається зміцнення інституційного каркасу для пролонгації ІТ у трансформаційний період, що є певною гарантією збереження макроекономічної стабільності та повернення кредитних ресурсів, з іншого – обмежуються повноваження національної інституції в контексті формулювання основної мети і цілей політики, що формально може вважатись як часткова втрата незалежності. Підхід МВФ є виправданим, особливо при високій невизначеності щодо розробки економічної політики держави у виборчий період, наявності в широкому колі суспільних верств прагнень до зниження облікової ставки з метою активізації кредитування, що, на їх думку, призведе до пришвидшення темпів зростання реального ВВП. Водночас він повинен мати рекомендаційний характер на транзитивний часовий горизонт. Пряме наднаціональне монетарне регулювання можливе лише в певних політико-економічних утвореннях на кшталт ЄС.

**Висновки.** У трансформаційній економіці досить часто відбувається зміщення цілей монетарної політики від декларованих, співіснують декілька монетарних режимів – де-факто та де-юре. Необхідною є розбудова основних засад грошово-кредитної політики для протидії інтенціям повернення до траєкторії таргетування валютного курсу, концентрація зусиль центробанку на досягненні цінової стабільності. Слабкість інститутів і невисокий рівень ефективності державного управління є обмежувальними чинниками при реалізації заходів монетарної політики, зокрема у сферах забезпечення стабільності цін чи експансіоністської політики з метою активізації економічного розвитку. Передчасне запровадження механізмів і запозичення провідних практик, що успішно застосовуються в розвинених країнах, без структурних змін інституційного середовища не принесе важливих результатів, а навпаки, може зумовити чергове розчарування у суспільстві. Інерційність перетворень у грошово-кредитній сфері, недостатній рівень координації бюджетно-податкової та монетарної політики виступають бар'єрами на шляху до підвищення функціональної адаптивності національної економічної політики. Центральний банк повинен мати високий рівень незалежності, що дасть змогу прискорити оперативність ухвалення та результативність

управлінських рішень. Заходи центрального банку мають бути своєчасними, обґрунтованими, застосовуватись відкрито та супроводжуватись відповідними вербальними інтервенціями.

## СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Барановський О. І. Таргетування інфляції в забезпеченні інфляційної безпеки. *Вісник Хмельн. нац. ун-ту. Економічні науки*. 2016. № 4, Т. 2. С. 18-24.
2. Буковинський С. А., Унковська Т. Є., Джус М. О. До питання розробки стратегії монетарної політики Національного банку України. *Економіка України*. 2015. № 8. С. 4-30.
3. Дзюблюк О. В. Монетарна політика як ключовий важіль реалізації антикризових заходів в економіці. *Банківська справа*. 2017. № 2. С. 3-26.
4. Mishchenko V., Naumenkova S., Mishchenko, S., Ivanov, V. (2018). Inflation and economic growth: the search for a compromise for the Central Bank's monetary policy. *Banks and Bank Systems*. № 13 (2). 153-163. DOI: 10.21511/bbs.13(2).2018.13.
5. Міщенко В. І., Льон І. М. Роль монетарного регулювання у стимулюванні економічного розвитку. *Фінанси України*. 2017. № 4. С. 75-93.
6. Sims C. A. (2016). Fiscal policy, monetary policy and central bank independence. In Kansas Citi Fed Jackson Hole Conference. URL: <https://www.kansascityfed.org/~media/files/publicat/sympos/2016/econsymposium-sims-paper.pdf>.
7. Hanson S. G., Stein J. C. (2015). Monetary policy and long-term real rates. *Journal of Financial Economics*. № 115 (3). 429-448.
8. Шульга Н. Рефінансування банків України. *Вісник Київ. нац. торг.-екон. ун-ту*. 2016. № 3. С. 78-88.
9. Ghosh A. R., Ostry J. D., Chamon M. (2016). Two targets, two instruments: monetary and exchange rate policies in emerging market economies. *Journal of International Money and Finance*. № 60. 172-196.
10. Козюк В. Цінова стабільність і таргетування інфляції в сировинних економіках: макроекономіка чи політекономія? *Вісник Нац. банку України*. 2018. № 244. 2018. С. 4-25.
11. Menkhoff L. (2013). Foreign exchange intervention in emerging markets: a survey of empirical studies. *The World Economy*. № 36 (9). 1187-1208.
12. Україна та МВФ: співробітництво в умовах виходу з кризи: науково-аналітична доповідь / за заг. ред. С. М. Аржевітіна. URL: [http://ir.kneu.edu.ua/bitstream/2010/24106/1/ukr\\_mvfv.pdf](http://ir.kneu.edu.ua/bitstream/2010/24106/1/ukr_mvfv.pdf).
13. Дзюблюк О. В. Валютна політика як фактор макроекономічної стабілізації. *Фінанси України*. 2016. № 11. С. 33-51.
14. Mishkin F., Savastano M. A. (2001). Monetary policy strategies for Latin America (№ 2685). The World Bank. URL: <https://www.nber.org/papers/w7617.pdf>.
15. Huang H., Wei S. J. (2006). Monetary policies for developing countries: The role of institutional quality. *Journal of International Economics*. № 70 (1). 239-252.
16. Прес-реліз МВФ про схвалення Угоди з Україною. URL: <https://www.imf.org/en/News/Articles/2018/12/18/pr18483-ukraine-imf-executive-board-approves-14-month-stand-by-arrangement>.
17. Cúrdia V. Optimal Monetary Policy Under Sudden Stops. FRB of New York Staff Report № 323. URL : <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1120943>.
18. Von Hagen J. & Zhou J. (2007). The choice of exchange rate regimes in developing countries: a multinomial panel analysis. *Journal of International Money and Finance*. № 26 (7). 1071-1094.
19. Жаліло Я. А. Особливості реалізації економічної політики держави в умовах сучасних тенденцій суспільного розвитку. *Економічна теорія*. 2016. № 1. С. 39-52.



20. Yeyati E. L., Sturzenegger F. & Reggio, I. (2010). On the endogeneity of exchange rate regimes. *European economic review*. № 54 (5). 659-677.
21. World Economic Outlook 2018. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2018/09/24/world-economic-outlook-october-2018#Chapter%203>.
22. Crowe C., Meade E. E. (2008). Central bank independence and transparency: Evolution and effectiveness. *European Journal of Political Economy*. № 24 (4). 763-777.
23. Офіційний сайт Національного банку України. URL: <https://bank.gov.ua/control/uk/index>.
24. Martin F. M. (2015). Debt, inflation and central bank independence. *European Economic Review*. № 79. 129-150.
25. Jácome L., Mancini-Griffoli, T. (2014). A Broader Mandate. Finance and Development. 51 (2). URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2014/06/pdf/jacome.pdf>.
26. Dincer N., Eichengreen B. (2014). Central Bank Transparency and Independence: Updates and New Measures, International Journal of Central Banking. № 10 (1). 189-253.
27. Lybek T. (2004). Central Bank Autonomy, Accountability, and Governance: Conceptual Framework. URL: <https://www.imf.org/external/np/leg/sem/2004/cdmfl/eng/lybek.pdf>.
28. Лагунін В. Д. Пріоритети координації бюджетної та монетарної політики в Україні. *Фінанси України*. 2011. № 10. С. 3-14.

Стаття надійшла до редакції 14.01.2019.

**Pasichnyi M. Monetary policy in transformation economy.**

**Background.** *The improvement of monetary policy is relevant to each country, and this issue becomes a matter of particular importance for the transformational economy. The combinative use of tools and methods should not contradict the goals of establishing price and financial stability in the country. The severance of the main goal of politics, the hierarchical subordination of other goals to it, and the definition of the spectrum of instruments for its achievement contribute to increasing the efficiency of monetary regulation.*

**Analysis of recent research and publications.** *The works of O. Baranovsky, S. Bukovynsky, T. Unkovska and M. Dzhus, O. Dziubliuk, V. Mischenko, S. Naumenkova, S. Mischenko, V. Ivanov and I. Lyon, K. Sims, S. Henson and J. Shtein, N. Shulga are devoted to the issues of improving the basic principles of monetary policy development. The scientific researches, which are devoted to certain peculiarities of the implementation of monetary policy in countries with a transformational economy, in particular E. Gosh, J. Ostri and M. Chemon, V. Koziuk and L. Menkoff are of considerable interest.*

*The aim of the article is to determine the provisions on the formation and implementation of monetary policy in the transformational economy, taking into account institutional features and restrictions when using monetary instruments.*

**Materials and methods.** *The theoretical and methodological basis of the research is the scientific works of domestic and foreign scientists on the problem under consideration. The dialectical, systemic and structural approaches, methods of analysis and synthesis, comparison, generalization, scientific abstraction are applied.*

**Results.** *The peculiarities of the formation and realization of monetary policy in the transformational economy are considered. The expediency of the development of institutes in order to increase the effectiveness of monetary regulation is substantiated. It has been determined that the independence and transparency of the central bank play a significant role in achieving price and financial stability. The degree of transparency of the National Bank of Ukraine has been assessed.*

**Conclusion.** *In the transformational economy, the monetary policy objectives are shifted from declared quite often, and several monetary regimes co-exist – de facto and de jure. The development of the basic principles of monetary policy to counteract the intentions of returning to the trajectory of targeting the exchange rate, concentration of*

*efforts of the central bank on achievement of price stability is necessary. The central bank must have a high level of independence, which will accelerate the speed of adoption and effectiveness of management decisions. The activities of the central bank should be timely, sound, openly taken and accompanied by appropriate verbal interventions.*

*Keywords:* monetary policy, price stability, monetary regime, inflation targeting, exchange rate, central bank independence.

## REFERENCES

1. Baranovs'kyj, O. I. (2016). Targetuvannja infljaciji v zabezpechenni infljacijnoi' bezpeky [Targeting inflation in providing inflation security]. *Visn. Hmel'n. nac. un-tu – Bulletin of the Khmelnytsky National University*, 4, Vol. 2, 18-24 [in Ukrainian].
2. Bukovyns'kyj, S. A., Unkovs'ka, T. Je. & Dzhus, M. O. (2015). Do pytan'ja rozrobky strategii' monetarnoi' polityky Nacional'nogo banku Ukrai'ny [On the issue of elaboration of the monetary policy strategy of the National Bank of Ukraine]. *Ekonomika Ukrai'ny – Ukraine economy*, 8, 4-30 [in Ukrainian].
3. Dzjubljuk, O. V. (2017). Monetarna polityka jak ključovyj vazhil' realizacii' antykryzovyh zahodiv v ekonomici [Monetary policy as a key lever for implementing anti-crisis measures in the economy]. *Bankivs'ka sprava – Banking*, 2, 3-26 [in Ukrainian].
4. Mishchenko, V., Naumenkova, S., Mishchenko, S., Ivanov, V. (2018). Inflation and economic growth: the search for a compromise for the Central Bank's monetary policy. *Banks and Bank Systems*, 13 (2). 153-163. DOI: 10.21511/bbs.13(2).2018.13 [in English].
5. Mishhenko, V. I. & L'on, I. M. (2017). Rol' monetarnogo reguljuvannja u stymuljuvanni ekonomichnogo rozvytku [The role of monetary regulation in stimulating economic development]. *Finansy Ukrai'ny – Finance of Ukraine*, 4. 75-93 [in Ukrainian].
6. Sims, C. A. (2016). Fiscal policy, monetary policy and central bank independence. In Kansas Citi Fed Jackson Hole Conference. [www.kansascityfed.org](http://www.kansascityfed.org). Retrieved from <https://www.kansascityfed.org/~media/files/publicat/sympos/2016/econsymposium-sims-paper.pdf> [in English].
7. Hanson, S. G. & Stein, J. C. (2015). Monetary policy and long-term real rates. *Journal of Financial Economics*, 115 (3). 429-448 [in English].
8. Shul'ga, N. (2016). Refinansuvannja bankiv Ukrai'ny [Refinancing of Ukrainian banks]. *Herald of KNUTE*, 3, 78-88 [in Ukrainian].
9. Ghosh, A. R., Ostry, J. D. & Chamon, M. (2016). Two targets, two instruments: monetary and exchange rate policies in emerging market economies. *Journal of International Money and Finance*, 60. 172-196 [in English].
10. Kozjuk, V. (2018). Cynova stabil'nist' i tergetuvannja infljaciji' v syrovynnyh ekonomikah: makroekonomika chy politekonomija? [Price stability and inflation targeting in commodity economies: macroeconomics or political economy?] *Visnyk Nac. banku Ukrai'ny – Bulletin of the National Bank of Ukraine*, 24, 4-25 [in Ukrainian].
11. Menkhoff, L. (2013). Foreign exchange intervention in emerging markets: a survey of empirical studies. *The World Economy*, 36 (9). 1187-1208 [in English].
12. Ukrai'na ta MVB: spivrobotnyctvo v umovah vyhodu z kryzy : naukovo-analitychna dopovid' [Ukraine and the IMF: cooperation in terms of overcoming the crisis: a scientific and analytical report]. *ir.kneu.edu.ua*. Retrieved from [http://ir.kneu.edu.ua/bitstream/2010/24106/1/ukr\\_mvf.pdf](http://ir.kneu.edu.ua/bitstream/2010/24106/1/ukr_mvf.pdf) [in Ukrainian].
13. Dzjubljuk, O. V. (2016). Valjutna polityka jak faktor makroekonomichnoi' stabilizacii' [Foreign exchange policy as a factor in macroeconomic stabilization]. *Finansy Ukrai'ny – Finance of Ukraine*, 11, 33-51 [in Ukrainian].
14. Mishkin, F. Savastano, M. (2001). Monetary policy strategies for Latin America (№ 2685). The World Bank. [www.nber.org](http://www.nber.org). Retrieved from <https://www.nber.org/papers/w7617.pdf> [in English].

15. Huang, H., Wei, S. J. (2006). Monetary policies for developing countries: The role of institutional quality. *Journal of International Economics*, 70 (1). 239-252 [in English].
16. Pres-reliz MVM pro shvalennja Ugody z Ukrai'noju [IMF Press Release on Approval of the Agreement with Ukraine]. [www.imf.org/en](http://www.imf.org/en). Retrieved from <https://www.imf.org/en/News/Articles/2018/12/18/pr18483-ukraine-imf-executive-board-approves-14-month-stand-by-arrangement> [in Ukrainian].
17. Cúrdia, V. Optimal Monetary Policy Under Sudden Stops. FRB of New York Staff Report, 323. [dx.doi.org](http://dx.doi.org). Retrieved from <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1120943> [in English].
18. Von Hagen, J. & Zhou, J. (2007). The choice of exchange rate regimes in developing countries: a multinomial panel analysis. *Journal of International Money and Finance*, 26 (7). 1071-1094 [in English].
19. Zhailo, Ja. A. (2016). Osoblyvosti realizacii' ekonomichnoi' polityky derzhavy v umovah suchasnyh tendencij suspil'nogo rozvytku [Features of realization of the economic policy of the state in the conditions of modern tendencies of social development]. *Ekonomichna teorija – Economic theory*, 1, 39-52 [in Ukrainian].
20. Yeyati, E. L., Sturzenegger, F. & Reggio, I. (2010). On the endogeneity of exchange rate regimes. *European economic review*, 54 (5). 659-677 [in English].
21. World Economic Outlook 2018. [www.imf.org/en](http://www.imf.org/en). Retrieved from <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2018/09/24/world-economic-outlook-october-2018#Chapter%203> [in English].
22. Crowe, C. & Meade, E. (2008). Central bank independence and transparency: Evolution and effectiveness. *European Journal of Political Economy*, 24 (4). 763-777 [in English].
23. Oficijnyj sajt Nacional'nogo banku Ukrai'ny [Official site of the National Bank of Ukraine]. [bank.gov.ua](http://bank.gov.ua). Retrieved from <https://bank.gov.ua/control/uk/index> [in Ukrainian].
24. Martin, F. M. (2015). Debt, inflation and central bank independence. *European Economic Review*, 79. 129-150 [in English].
25. Jácome, L. & Mancini-Griffoli, T. (2014). A Broader Mandate. *Finance and Development*, 51 (2). [www.imf.org](http://www.imf.org). Retrieved from <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2014/06/pdf/jacome.pdf> [in English].
26. Dincer, N. & Eichengreen, B. (2014). Central Bank Transparency and Independence: Updates and New Measures, *International Journal of Central Banking*, 10 (1), 189-253.
27. Lybek, T. (2004). Central Bank Autonomy, Accountability, and Governance: Conceptual Framework. [www.imf.org](http://www.imf.org). Retrieved from <https://www.imf.org/external/np/leg/sem/2004/cdmfl/eng/lybek.pdf> [in English].
28. Lagutin V. D. (2011). Priorytety koordynacii' bjudzhetnoi' ta monetarnoi' polityky v Ukrai'ni [Priorities for Coordination of Budget and Monetary Policy in Ukraine]. *Finansy Ukrai'ny – Finance of Ukraine*, 10, 3-14 [in Ukrainian].