

СТРАТЕГІЧНИЙ ДОКУМЕНТ З МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ В УМОВАХ ЗАПРОВАДЖЕННЯ В УКРАЇНІ ІНФЛЯЦІЙНОГО ТАРГЕТУВАННЯ

■ Володимир Лепушинський
Національний банк України

У статті обґрунтовується необхідність затвердження Основних засад грошово-кредитної політики у новому форматі: стратегії монетарної політики на 2016 – 2020 роки. Такий документ має поєднувати програмну (цілі, завдання та шляхи їх досягнення) і комунікаційну (пояснення в доступному форматі) складові. На основі міжнародного досвіду побудови стратегічних документів з монетарної політики центральними банками, що практикують інфляційне таргетування, пропонується формат такого документа для України та основні положення, які він повинен містити. Зокрема, обґрунтовуються підходи до встановлення цілей, використання інструментів для їх досягнення, процедур прийняття рішень, декларації та застосування режиму обмінного курсу, а також комунікації монетарних рішень.

JEL: E520

Ключові слова: стратегія монетарної політики, інфляційне таргетування, плаваючий обмінний курс

1. Вступ

Майже півтора десятиріччя тому Національний банк України вперше оголосив про намір перейти до режиму інфляційного таргетування (Рада Національного банку України, 2001). Після цього заяви про такий намір неодноразово повторювалися в програмних документах Національного банку, проте вже не викликали в економістів, які цікавляться питаннями монетарної політики, особливих сподівань.

Одразу зазначимо: успішність економіки та стабільність її грошової одиниці визначаються не монетарним режимом, а здатністю країни конкурувати в глобальній економіці. Для цього насамперед необхідні структурні реформи. Україні напевно чим пишатися в цьому плані. За таких умов жоден модерний монетарний режим не зарадив би періодичним кризам, які спіткали вітчизняну економіку. Відповідно і монетарна політика спрямовувалася на нівелювання наслідків цих криз. Визначення незмінних цілей щодо інфляції та зобов'язань із їх досягнення було приречене на провал.

Нині ситуація змінилася. Проведення реформ в Україні – питання її виживання. Популярності набув вираз, що “Україна приречена на реформи”. Це дає шанс і для успішного запровадження необхідних змін у грошово-кредитній політиці, зокрема еволюції монетарного режиму в напрямі інфляційного таргетування.

Зобов'язання щодо переходу до інфляційного таргетування Україна взяла на себе відповідно до програми співпраці з Міжнародним валютним фондом у рамках механізму розширеного фінансування.

За останній рік Національний банк досяг значного прогресу в організації процедур прийняття рішень, поглибленні аналітичного інструментарію та побудові операційної структури відповідно до стандартів, притаманних режиму інфляційного таргетування. Але залишилися ще важливі елементи, пов'язані з проголошенням чітких кількісних цілей щодо інфляції та взяття Національним банком інституційного зобов'язання щодо їх досягнення. Ці завдання можуть

бути вирішені шляхом ухвалення Радою Національного банку стратегічного документа з монетарної політики, а саме Основних засад грошово-кредитної політики на 2016 – 2020 роки.

У статті аналізується досвід центральних банків, які практикують інфляційне таргетування, із розроблення стратегічних документів із монетарної політики, і на цій основі формуються пропозиції щодо аналогічного стратегічного документа для Національного банку України.

2. Стратегічні документи з монетарної політики

2.1. Міжнародний досвід

Більшість центральних банків країн, що розвиваються та вже успішно застосовують режим інфляційного таргетування, окреслювала процес переходу до нового режиму в спеціальному документі – стратегії монетарної політики на середньостроковий період.

Такі документи залежно від країни мають свої особливості: за обсягом, змістом та перспективою, на яку вони приймалися. Документи мають різний ступінь деталізації: від окреслення загальних цілей монетарної політики (Документ з монетарної стратегії Національного банку Чехії) – до детального прописування операційних цілей (Загальні підходи до режиму таргетування інфляції та політики обмінного курсу Центрального банку Туреччини, 2006). Свої особливості мають стратегічні документи з монетарної політики, які затверджувалися центральними банками Албанії, Грузії, Польщі, Сербії.

Утім, у стратегічних документів із монетарної політики різних країн є спільні риси. Насамперед вони є програмними та комунікаційними документами одночасно, оскільки в них визначаються:

- чіткі та головне – незмінні кількісні цілі щодо інфляції. Мається на увазі не прогноз інфляції, а саме ціль, тобто передбачається, що монетарна політика активно спрямовуватиметься на її досягнення;
- процедура встановлення цілей та можливі причини відхилення від них;
- умови, строки та період переходу до інфляційного таргетування;
- шляхи досягнення центральним банком своїх цілей, а саме визначаються основний інструмент монетарної політики й операції для його підтримки;
- мотивація для запровадження інфляційного таргетування, тобто обґрунтування того, чому саме цей режим прийнятний для тієї чи іншої країни на цьому етапі її розвитку. Також, що найважливіше в комунікаційному плані, – що дасть його запровадження для пересічного громадянина;
- механізм підзвітності центрального банку, тобто те, яким чином громадськість матиме можливість дізнатися про заходи монетарної політики та її успішність у досягненні цілей.

Основний сенс публікації такого документа в тому, що оприлюднення та дотримання центральним банком узятих на себе зобов'язань повинно забезпечити довіру суспільства, а це критично важливо для стабілізації інфляційних очікувань.

2.2. Стан справ в Україні

Відповідно до Закону України “Про Національний банк України” Основні засади грошово-кредитної політики (далі – Основні засади) висвітлюють показники діяльності Національного банку на середньострокову перспективу для досягнення цілей Національного банку. Тобто де-юре немає перепон для перетворення цього документа на стратегію монетарної політики.

Утім, Основні засади минулих років істотно відрізнялися від зазначених стратегічних документів із монетарної політики інших центральних банків. Перелічимо їх основні відмінності.

- Відсутність незмінних середньострокових цілей, принципів і завдань монетарної політики. Як правило, Основні засади мали розділ із визначенням середньострокових цілей і завдань. Щоправда, Рада

Національного банку України зазвичай приймала Основні засади щороку на наступний рік у зміненій редакції і головне – зі зміненими цілями. Тобто бачення монетарної політики на середньострокову перспективу було відсутнє.

- Документ не є чітко програмним. Основні засади були одночасно аналітичним (огляд монетарної політики в контексті макроекономічних умов у попередні роки), прогнозним (макроекономічний прогноз на наступні роки) та програмним документом (цілі на наступний рік та в дещо розмитому вигляді – на середньостроковий період). Фактично документ значною мірою дублював інші документи, зокрема оцінку Радою Національного банку України проведення грошово-кредитної політики, а прогнозна частина повторювала відповідний прогноз уряду. Унаслідок багатофункціональності розмивалася програмна функція документа, а тим більше комунікаційна, оскільки увага приділялася або “справам давно минулих днів”, або другорядній інформації.
- Відсутність розмежування між цілями та прогнозами. До внесення змін у 2015 році Закон України “Про Національний банк України” містив норму, що при розробці Основних засад використовуються показники, розраховані Кабінетом Міністрів. Як наслідок в Основних засадах визначався прогноз, досягненню якого і мав сприяти Національний банк України. У разі зміни прогнозу вносилися зміни і до Основних засад. Водночас згідно із загальною практикою центральних банків прогноз та ціль монетарної політики мають досить різні функції. Ціль є незмінною величиною і на її досягнення спрямовується політика. Якщо згідно з прогнозними розрахунками інфляція відрізняється від її цільового рівня, необхідним є вжиття центральним банком відповідних заходів монетарної політики.

Крім того, прогноз не є зобов’язанням центрального банку, а отже, і не може слугувати якорем для очікувань.

Приведення Основних засад у відповідність до кращих практик складання таких документів та до обраного монетарного режиму (інфляційне таргетування) цілком відповідає вимогам законодавства щодо середньострокової орієнтації цього документа. Для цього необхідно:

- прийняти Основні засади як Стратегію монетарної політики на середньострокову перспективу. Часову перспективу цього документа доцільно узгодити з періодом, на який розроблено інші державні стратегічні документи України, насамперед Стратегією сталого розвитку “Україна-2020”, затвердженою указом Президента України. Враховуючи це, оновлені Основні засади доцільно також затверджувати на період 2016 – 2020 років;
- робити документ саме програмним та комунікаційним, а для цього він має бути стислим за обсягом. Та сама частина Основних засад, яка стосується оцінки проведення грошово-кредитної політики, повинна бути окремим документом, який ухвалює Рада Національного банку України, а макроекономічний прогноз уже публікується в окремому документі – Інфляційному звіті Національного банку України (саме в ньому центральний банк має аналізувати, як прогнозні оцінки співвідносяться із задекларованими цілями);
- встановити кількісні цілі із зазначенням їх незмінності та спрямувати монетарну політику на їх досягнення. Неможливість досягнення цілі в короткостроковому періоді не може бути підставою для її перегляду. Навпаки Національний банк України повинен чітко пояснювати, як зміни його інструментів забезпечать повернення фактичних показників інфляції до цільового рівня. Чіткість зобов’язань і транспарентність заходів щодо їх виконання мають стати запорукою довіри до центрального банку з боку суспільства.

Реалізація цих кроків цілком реальна, особливо враховуючи внесені до законодавства зміни стосовно розбудови інституційної спроможності Національного банку України.

Детальніше про аспекти монетарної політики, які пропонуються до висвітлення в оновлених Основних засадах, ітиметься далі.

3. Мотивація запровадження режиму інфляційного таргетування

Як свідчить міжнародний досвід, важливою особливістю середньострокових документів із монетарної політики є наявність такого розділу, як “Мотивація”. В ньому описуються бажаний стан, якого прагне досягти центральний банк і вигоди, які це принесе для економіки в цілому та кожного пересічного громадянина зокрема. Також у цьому розділі висвітлюються причини вибору центральним банком для досягнення зазначених цілей саме інфляційного таргетування, а не інших альтернативних режимів.

Не секрет, що економіка України впродовж десятиліть потерпала від волатильної та непередбачуваної інфляції, що підривало довіру до гривні. Якщо на початку 1990-х років висока інфляція була неминучим наслідком трансформаційних процесів, то в подальшому – вже результатом непродуманої макроекономічної політики, яка мала значну популістську складову. Так в окремі періоди інфляція знижувалася до низьких рівнів і навіть змінювалася дефляцією. Але важливо саме те, що вона помітно коливалася протягом досить коротких проміжків часу. З огляду на це зберігалися високі інфляційні очікування, що відображалось у:

- високих ставках за депозитами у гривні, а отже, – і за кредитами;
- стимулах до доларизації як заощаджень (іноземна валюта є одним із засобів їх убезпечення від знецінення), так і кредитів (оскільки ставки за ресурсами в іноземній валюті нижчі);
- нестабільності умов ведення підприємницької діяльності та погіршення бізнес-середовища.

Відповідно, досягнувши бажаного стану низької та стабільної інфляції, Національний банк України може сприяти тому, що:

- інфляція більше не буде значним приводом для занепокоєння для домогосподарств і бізнесу;
- довіра до гривні посилюватиметься, що розширюватиме сферу її використання та сприятиме дедоларизації;
- заощадження та доходи громадян будуть захищені від знецінення;
- низькі номінальні відсоткові ставки стимулюватимуть інвестиції та економічне зростання;
- громадяни та підприємці адекватно оцінюватимуть валютні ризики та будуть готовими до потенційно значних коливань обмінного курсу.

Чому саме режим інфляційного таргетування може забезпечити досягнення такого середовища? І чому саме в найближчій перспективі є шанс успішно запровадити інфляційне таргетування, якщо нами не було зроблено цього протягом попередніх майже 15 років? Відповідь очевидна: в Україні просто немає альтернативи.

У світовій практиці існує три основних монетарних режими: прив'язка обмінного курсу, монетарне таргетування (таргетування грошових агрегатів) та інфляційне таргетування. Є режими, які не підпадають під цю класифікацію, але вони здебільшого є або еkleктичними (багато цілей, які центральний банк, як правило, не може успішно досягти), або перехідними між переліченими вище.

Одна з головних переваг режиму інфляційного таргетування полягає в тому, що цим режимом передбачено чіткі процедури проведення прозорої монетарної політики, спрямованої на досягнення та підтримку цінової стабільності в середньостроковій перспективі, залишаючи при цьому “свободу дій” у короткостроковій перспективі для реакції на зовнішні чи внутрішні шоки. Згідно з емпіричними дослідженнями (Roger, 2010; Jahan, 2012):

- інфляційні очікування, як правило, перебувають під більшим контролем та стабільніші в країнах, котрі перейшли на режим ІТ;
- країни, в яких було запроваджено режим ІТ, особливо країни з ринками, що розвиваються, досягли більшого прогресу в зниженні інфляції за останні 20 років та є більш захищеними від зовнішніх шоків і криз (втрати ВВП та прискорення інфляції тут менші).

Водночас альтернативним інфляційному таргетуванню монетарним режимам притаманні суттєві недоліки, а тому ці режими неприйнятні для застосування в Україні.

Так режим прив'язки обмінного курсу не підходить для України з багатьох причин. Найочевидніша така: для того, щоб утримувати прив'язку, приміром, до долара США, Національний банк України повинен мати значний обсяг міжнародних резервів. А цієї передумови, на жаль, немає. Тому такий режим приречений на провал.

Не варто також забувати, що в минулому режим прив'язки обмінного курсу сприяв накопиченню в Україні значних макроекономічних дисбалансів. Не зумовлював їх, а саме сприяв. Адже нерозважлива макроекономічна політика призводила до неконсистентного з можливостями економіки зростання споживчих витрат, що наочно відображалося в критичних значеннях дефіциту поточного рахунку платіжного балансу (9% від ВВП у 2013 році). Режим прив'язки дав змогу на певний час відтермінувати неминучу девальвацію гривні, але за рахунок перманентного витрачання міжнародних резервів країни та відкладення в часі неминучої курсової корекції.

Крім того, тривала прив'язка обмінного курсу не мотивувала суб'єктів господарювання та домогосподарства адекватно сприймати валютні ризики. Тому вони необачно брали на себе зобов'язання в іноземній валюті. Наслідки цього викликають соціальне напруження й досі, незважаючи на фактичну заборону кредитування населення в іноземній валюті вже багато років.

Отже, режим прив'язки обмінного курсу для України є тією практикою, застосування якої може призвести до повторення всіх наслідків минулих криз.

Українська економіка належить до малих та відкритих, тобто не вона задає умови гри на глобальному просторі, а лише приймає їх. Для такої економіки гнучкий обмінний курс має відігравати роль буфера від зовнішніх шоків. Що це означає для простого громадянина і навіщо йому ці коливання курсу, які лише створюють незручності? Відповідь проста: це потрібно для збереження зайнятості. Адже в разі зниження на зовнішніх ринках попиту на українські товари або цін на них, гривня повинна знецінитися. Це забезпечить цінову конкурентоспроможність вітчизняних товарів та утримання підприємствами ринків збуту, а відповідно – збереження роботи працівниками.

Звичайно, тут мають місце і негативні наслідки у вигляді зниження можливостей простого громадянина купувати імпортні товари або подорожувати за кордон, але такі наслідки є значно "м'якшими" порівняно зі зростанням безробіття в масштабах цілої країни.

Можлива й зворотна ситуація: у випадку позитивного зовнішнього шоку, коли зростання зовнішнього попиту чи експортних цін загрожує перегрівом економіки, зміцнення курсу гривні стає запобіжником проти прискорення інфляції.

Загалом у країнах із плаваючим обмінним курсом спостерігається вища його волатильність (Klein and Shambaugh, 2009). Проте номінальна волатильність обмінного курсу дає змогу стабілізувати реальне зростання економіки. Відповідно до дослідження С. Едвардса та Л. Єйаті в країнах, котрі використовують жорсткіші монетарні режими, шоки умов торгівлі підсилюються. Також за інших рівних умов економіка країн із гнучким обмінним курсом зростає швидшими темпами порівняно з країнами із фіксованим обмінним курсом (Edwards and Yeyati, 2004).

С. Едвардс зазначає, що за плаваючого режиму коливання обмінного курсу знижуються, якщо при цьому використовується інфляційне таргетування. Це пов'язано з тим, що "інфляційне таргетування є прозорим та передбачуваним монетарним режимом, який має усувати непередбачувані шоки або "новини" (Edwards, 2006).

Чи означає плавання обмінного курсу, що курс безальтернативно знижуватиметься? Однозначно – ні. Все залежить від успішності проведення структурних реформ, котрі визначатимуть конкурентоспроможність економіки, та зовнішнього середовища. Коливання обмінного курсу лише захищатимуть вітчизняну економіку від різких змін глобальної кон'юнктури. Наприклад, якщо згадати досвід Польщі, то обмінний курс польського золотого до євро наразі перебуває приблизно на тому самому рівні, що й у час запровадження інфляційного таргетування майже 15 років тому. Хоча протягом цього періоду його коливання перевищували 30%. Існує хибна думка, що, використовуючи режим плаваючого валютного курсу, центральний банк не має права втручатися в роботу валютного ринку. Втім, відповідно

до визначення МВФ використання цього режиму передбачає “здійснення інтервенцій на валютному ринку (прямих або опосередкованих), які спрямовуватимуться на приведення до помірних рівнів швидкості змін обмінного курсу або запобігання його надмірним коливанням” (IMF, 2014). Головний критерій цього режиму – політика інтервенцій не повинна спрямовуватися на підтримку певного рівня (або інтервалу) обмінного курсу.

Тобто Національний банк може згладжувати коливання обмінного курсу, але не протидіяти за допомогою своїх інтервенцій тренду щодо зміцнення або знецінення валюти.

Використання плаваючого курсу також узгоджується з одним із найважливіших завдань Національного банку на наступні кілька років – відновленням міжнародних резервів. Враховуючи нестійку економічну ситуацію та нестабільні ринкові очікування, адекватний рівень міжнародних резервів слугуватиме запорукою стабільності фінансової системи та захистить економіку від потенційних шоків.

Національному банку необхідно поповнювати міжнародні резерви, не завдаючи шкоди досягненню цілі забезпечення цінової стабільності й водночас зберігаючи плаваючий обмінний курс. Цілі проведення інтервенцій на валютному ринку та цілі щодо інфляції можуть вступати у суперечність. Так, наприклад, намагаючись накопичити резерви, центральний банк може понизити обмінний курс, пожертвувавши ціною стабільності. Для запобігання конфлікту цілей необхідно визначити їх пріоритетність, зокрема цінова стабільність під час проведення грошово-кредитної політики, безумовно, повинна бути на першому місці.

Водночас накопичення міжнародних резервів не повинно спричиняти фіксацію обмінного курсу. Для її уникнення необхідна зважена стратегія інтервенцій – Національний банк не може протидіяти сталим тенденціям щодо зміцнення чи знецінення гривні, зумовленим фундаментальними факторами.

Потенційна можливість коливання обмінного курсу валюти як у бік зміцнення, так і в бік знецінення є важливим запобіжником від прийняття на себе суб'єктами економічної діяльності надмірних валютних ризиків.

Водночас необхідно враховувати, що обмінний курс навіть за переходу до режиму плаваючого обмінного курсу ще довго залишається де-факто номінальним якорем для очікувань. Лише згодом, коли центральний банк досягає низької та стабільної інфляції, увага громадськості зміщується від обмінного курсу до показника інфляції. З огляду на таке значення обмінного курсу, в стратегічних документах із монетарної політики висвітленню перелічених цілей валютно-курсової політики центрального банку, як правило, присвячується окремий розділ. Це варто зробити і Національному банку України.

Ще один вид монетарного режиму – монетарне таргетування. Цей режим де-юре наразі застосовується в Україні. У рамках програми співпраці з Міжнародним валютним фондом (далі – МВФ) встановлюються кількісний критерій ефективності на приріст чистих внутрішніх активів та індикативна ціль щодо монетарної бази. Це є стандартною практикою встановлення МВФ “запобіжників” від проведення центральним банком надто експансивної політики, яка несумісна зі стабілізаційними завданнями програм співпраці.

Утім, ефективне застосування монетарного таргетування для контролю за інфляційними процесами потребує тісного зв'язку між кількістю грошей і цінами. Відсутність такого зв'язку в коротко- та середньостроковій перспективі зумовило відмову від монетарного таргетування в усіх розвинутих країнах, котрі його практикували, та в більшості країн, що розвиваються, в яких цей зв'язок є ще слабшим (IMF, 2014a).

Варто зазначити, що для країн, які де-факто застосовують режим інфляційного таргетування або переходять до нього, критерії зростання грошової пропозиції в програмах МВФ можуть не застосовуватися, натомість застосовується механізм “консультацій щодо монетарної політики” (monetary policy consultation clause). Фактично пропонується щоквартальна або піврічна оцінка експертами МВФ відхилень інфляції від встановлених цілей у вигляді формальних консультацій із владою для приведення показників у відповідність до цільової траєкторії. На перехід до такого формату програми з МВФ може розраховувати й Україна, якщо доведе свою рішучість у впровадженні інфляційного таргетування. МВФ зазначає можливість запровадження механізму консультацій щодо монетарної політики як із початком нової програми, так і в разі модифікації вже наявних програм співробітництва (IMF, 2014a).

Відсутність зобов'язань дотримуватися наперед встановлених цілей стосовно монетарних показників сприяє більшій гнучкості монетарної політики. Це дає змогу центральному банку зосередитися на цілях щодо інфляції. Втім, кількісні монетарні показники залишаються важливою складовою аналізу центрального банку, який доповнює традиційний економічний аналіз. Зокрема, дані стосовно кредиту і монетарних агрегатів несуть важливу інформацію щодо ризиків для цінової та фінансової стабільності (Bernard et al., 2015).

Етапи переходу України до інфляційного таргетування

Чи може Національний банк перейти до інфляційного таргетування вже в найближчій перспективі, приміром у 2016 році? Для початку необхідно визначитися з тим, що таке інфляційне таргетування. Адже більш як за 20 років дискусій щодо створення в Україні необхідних передумов для запровадження інфляційного таргетування вони вже перетворилися на мантру. Після цих дискусій іноді складається враження, що для такого переходу вітчизняна економіка має спершу наблизитися за рівнем розвитку до економіки Великобританії або Канади.

Варто згадати визначення інфляційного таргетування згідно з Класифікатором монетарних режимів та режимів обмінного курсу МВФ: “Цей [режим] включає в себе публічне оголошення середньострокових кількісних цілей щодо інфляції з інституційним зобов'язанням монетарної влади щодо досягнення цих цілей. Додаткові ключові особливості включають збільшення комунікацій із громадськістю та ринками щодо планів і завдань монетарної політики та підвищення підзвітності центрального банку стосовно виконання цілей щодо інфляції. Рішення монетарної політики приймаються виходячи з відхилень прогнозу майбутньої інфляції від оголошеного цільового показника інфляції, а прогноз інфляції (явно або неявно) виступає в ролі проміжного орієнтира монетарної політики” (IMF, 2008).

Тобто йдеться насамперед про процедури, які стосуються діяльності центрального банку: оголошення цілі, відданості цій цілі, обґрунтованості прийняття монетарних рішень та їх комунікації.

Насправді більшість країн, які розвиваються, починала перехід до інфляційного таргетування в кризовий або післякризовий період за неможливості застосування інших монетарних режимів. У ці періоди були відсутні як макроекономічна стабільність, так і розвинута фінансова система, які зазвичай згадуються як передумови для ефективного застосування такого режиму (Schaechter and Zelmer, 2000). Водночас це не завадило переважній більшості цих країн згодом стабілізувати інфляцію на низькому рівні. Варто згадати хоча б приклад Чехії, яка запровадила інфляційне таргетування у кризовий період за неможливості підтримки курсової прив'язки.

Перехід до режиму інфляційного таргетування може починатися до створення всіх передумов, якщо є чітке зобов'язання досягти його повного впровадження (IMF, 2014b). Більше того, як свідчить міжнародний досвід, саме перехід до інфляційного таргетування дуже часто є каталізатором інституційних змін у країні, зокрема у сфері посилення фіскальної дисципліни чи розвитку фінансових ринків (Batini et al., 2005).

Аналогічна ситуація нині спостерігається в Україні: за відсутності дієвих альтернатив режиму інфляційного таргетування фактично немає перепон для організації процедур у Національному банку відповідно до стандартів, притаманних цьому режиму. Багато з них уже фактично вибудовано, насамперед це:

- система прийняття рішень на основі макроекономічного прогнозу – регулярні щомісячні засідання Комітету з монетарної політики, які наразі трансформувалися в регулярні засідання Правління Національного банку з монетарних питань (після прийняття змін до Закону України “Про Національний банк України”);
- аналітичний потенціал підтримки монетарних рішень, орієнтованих на перспективу, насамперед інструментарію прогнозування інфляції (Ніколайчук і Шоломицький, у друці);
- операційні підходи до реалізації монетарної політики, зокрема посилення впливу процентних ставок за операціями Національного банку на короткострокові процентні ставки міжбанківського кредитного ринку;
- комунікації Національного банку з ринком, посилення обґрунтованості власних монетарних рішень.

Але ще залишилося вирішити важливі завдання, пов'язані з проголошенням чітких кількісних цілей щодо інфляції та взяття на себе Національним банком інституційного зобов'язання щодо їх досягнення. Для цього необхідне ухвалення Радою Національного банку стратегічного середньострокового документа з монетарної політики, а саме Основних засад грошово-кредитної політики на 2016 – 2020 роки. У такому випадку еволюція монетарного режиму в Україні може відбуватися за наведеною нижче схемою (див. рисунок 1).

Рисунок 1. Можлива еволюція монетарного режиму в Україні



1. Еклектична монетарна політика – етап, що вже минув. У період макроекономічної, банківської, валютної кризи монетарна політика спрямовувалася на вирішення широкого кола завдань, пов'язаних із забезпеченням життєздатності держави та уникненням колапсу фінансової системи.
2. Відхід від еклектичності в монетарній політиці, який став можливим з огляду на ослаблення негативних ефектів кризи та “розчищення” банківської системи. Монетарне таргетування – поточний етап. Відповідно до зобов'язань за програмою співпраці з МВФ Національний банк має забезпечувати досягнення цільових показників щодо кількісних показників грошової пропозиції. Це де-юре режим монетарної політики, хоча, як було доведено вище, наразі значна кількість процедур у Національному банку відповідає режиму інфляційного таргетування в “легкому” варіанті, тобто без оголошення кількісних цілей щодо інфляції на найближчу перспективу.
3. Інфляційне таргетування. Для переходу до цього режиму необхідне оголошення кількісних цілей щодо інфляції та відповідна модифікація критеріїв програми співпраці з МВФ. Доцільним є оголошення такого режиму в період, коли фактичні показники інфляції в Україні знизяться до помірних рівнів (приміром, близько 10%). Відмінністю цього режиму від “класичного” таргетування інфляції буде наявність цілі щодо накопичення міжнародних резервів.
4. “Класичне” інфляційне таргетування. Перехід до нього буде певною мірою символічним, оскільки не потребуватиме оголошення та зміни процедур. Інфляція повинна досягти середньострокового цільового рівня, на його підтримку має спрямовуватися монетарна політика. Міжнародні резерви до того часу мають досягти достатнього рівня, тобто ціль щодо їх накопичення вже не буде актуальною.

4. Цілі щодо інфляції

Одним із ключових елементів стратегічного документа монетарної політики має бути проголошення чітких (кількісних) цілей щодо інфляції та механізму їх досягнення.

4.1. Встановлення цілей

Під час побудови стратегічного документа необхідно вирішити питання (див. нижче), які зазвичай викликають широку дискусію.

Хто є відповідальним за встановлення цілей щодо інфляції?

У випадку України відповідь на це запитання очевидна: Рада Національного банку. Окремі країни, котрі застосовують режим інфляційного таргетування, не є незалежними у визначенні цілей щодо інфляції (це відповідальність парламенту, уряду або спільна – уряду та центрального банку). З огляду на це встановлення, цілі щодо інфляції потребують координації з урядом або іншими державними інституціями. Зокрема необхідне

підписання Меморандуму між урядом та центральним банком щодо спільного визнання інфляційних цілей. В Україні відповідальним за прийняття Основних засад є окремий наглядовий орган, вбудований у структуру Національного банку. Тому встановлення цілей перебуває цілком у компетенції Національного банку України.

Який показник має використовуватися в ролі цілі щодо інфляції?

Нині всі країни, котрі запровадили режим інфляційного таргетування, в ролі цільового цінового показника використовують індекс споживчих цін (ІСЦ), хоча окремі з них на початку реалізації нового монетарного режиму використовували як ціль показники базової інфляції (наприклад, Чехія, Південна Корея).

Основні причини використання ІСЦ (а не іншого цінового показника, наприклад, дефлятора ВВП, який має ґрунтовнішу теоретичну основу) лежать в операційній площині: розрахунок щомісяця та з мінімальним часовим лагом, відсутність статистичних переглядів даних попередніх періодів. Основні переваги використання загального ІСЦ порівняно з базовим це:

- легкість сприйняття та моніторингу суспільством;
- покриття повного споживчого кошика без вилучення окремих його компонентів (які можуть бути надзвичайно важливими для певних груп споживачів);
- можливість порівняння з іншими країнами.

Основний недолік загального ІСЦ – його висока волатильність унаслідок дії немонетарних факторів, що ускладнює досягнення цілей щодо інфляції. Але цей недолік можна суттєво нівелювати шляхом надання центральним банком чітких пояснень стосовно можливих причин недосягнення цілей.

Якою має бути ціль: точка чи діапазон?

Ціль щодо інфляції може встановлюватись у вигляді точкового значення або діапазону, так званої “комфортної зони”. Комфортні зони рідко використовуються центральними банками для відображення цілей щодо інфляції. Зокрема, один із колишніх керуючих Федеральної резервної системи Ф. Мишкін у своїй промові з іронічною назвою “Комфортні зони, шмамфортні зони” піддає критиці практику встановлення такої форми інфляційної цілі. Він зазначає, що це призводить до складності з інтерпретацією цілі. Наприклад, якщо цільовий діапазон встановлено в межах 1 – 2%, то це означає, що центральний банк з однаковою толерантністю ставиться до інфляції на рівні як 1,1%, так і 1,9%. Це породжує складнощі як у формулюванні монетарної політики (немає чіткого цільового орієнтира, на який необхідно орієнтуватися під час прийняття рішень), так і під час проведення комунікацій із громадськістю (Mishkin, 2008).

З огляду на це встановлення комфортних зон для цілей щодо інфляції вважається невдалим для закріплення очікувань, адже центральний банк не оприлюднює єдиного значення, до якого такі очікування можуть “прив’язатися”. Зазначені недоліки підсилюються, якщо взяти до уваги, що для економіки, яка розвивається, зона комфорту має бути ширшою, ніж 1 – 2%. Тому встановлення цілі у вигляді точки (разом з інтервалом можливих відхилень) на сьогодні є найпопулярнішим підходом для країн, які запровадили режим інфляційного таргетування: його використовують 17 із 27 країн. Ще 5 країн використовують лише точкову ціль (Hammond, 2012). Адже саме чітко кількісно визначена ціль надає максимальних переваг ефективним комунікаціям із суспільством та управлінню інфляційними очікуваннями.

Для Національного банку пропонується точковий підхід до встановлення середньострокової цілі щодо інфляції. Для визначення дезінфляційної траєкторії її досягнення пропонується встановити точкові цілі з інтервалом можливих відхилень. Використання цілі у вигляді точки закріпить інфляційні очікування суспільства, що є одним із важливих елементів макроекономічної стабільності. Водночас інтервал можливих відхилень при встановленні цілей на конкретні роки надасть Національному банку певну гнучкість в управлінні інфляцією, волатильність якої може бути спричинена короткостроковими та незначними шоками, котрі не потребують відповіді з боку монетарної політики.

Який рівень інфляції має асоціюватися з ціною стабільністю в середньостроковій перспективі? Яким має бути дезінфляційний тренд для її досягнення?

Середньострокові цілі щодо інфляції в країнах, що розвиваються, зазвичай вищі на кілька процентних пунктів порівняно з інфляційними цілями в розвинутих країнах (Hammond, 2012). Це пояснюється:

1. Вищим рівнем невизначеності/шоків унаслідок структурних перетворень.
2. Більшими похибками у вимірюванні інфляції.
3. Значними змінами у відносних цінах унаслідок вищих темпів зростання продуктивності праці в секторі товарів, що торгуються (ефект Баласса-Самуельсона).

Для України існують такі оцінки оптимальної інфляції в середньостроковій перспективі:

- Петрик та Ніколайчук (2007): 4% (на основі аналізу змін у відносних цінах та утримання інфляції товарів, що торгуються, на рівні розвинутих країн);
- МВФ (2014): 3% – 5%;
- Городніченко (2014): 3% – 5% (на основі екстраполяції моделі оптимальної інфляції для США, що ґрунтується на максимізації функції корисності в умовах нульової нижньої межі процентних ставок, з урахуванням більшого розміру макроекономічних шоків в Україні – в 2 – 3 рази).

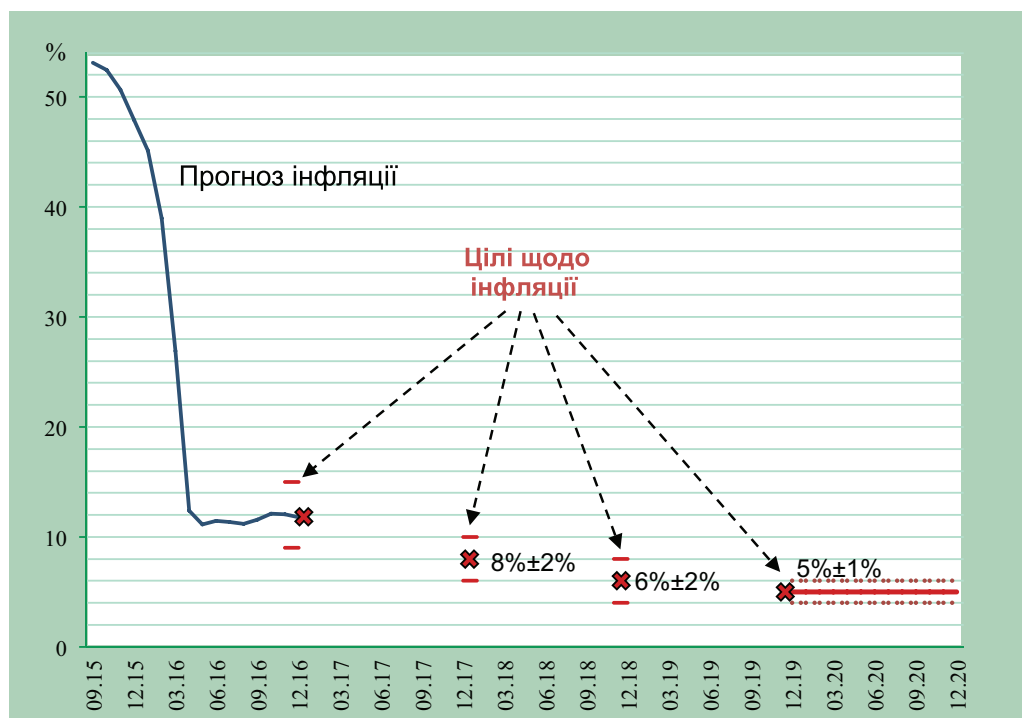
Основними засадами грошово-кредитної політики на 2015 рік уже визначено середньостроковий орієнтир приросту індексу споживчих цін $5\% \pm 1$ в. п. Такий орієнтир визначений на основі згаданих досліджень та має бути збережений у стратегічному документі з монетарної політики. Водночас його варто комунікувати саме як точку без інтервалу відхилень, що визначатиме той рівень, якого Національний банк прагне досягти в середньостроковій перспективі.

Водночас конкретні цілі на наступні роки, що окреслюють поступовий процес дезінфляції для досягнення середньострокової цілі щодо інфляції, варто визначати точкою з інтервалом, який поступово звужуватиметься. Широкий інтервал на початкових етапах необхідний, зокрема, для підвищення гнучкості монетарної політики при реагуванні на короткострокові шоки, дія яких на початкових етапах післякризового відновлення може бути сильною.

Ураховуючи макроекономічний прогноз на наступні роки, передбачуване зростання тарифів і цін, котрі регулюються адміністративно, та необхідність надання економіці більших стимулів для післякризового відновлення, низхідна динаміка цільових показників щодо інфляції (в термінах приросту загального індексу споживчих цін) на наступні роки має бути досить пологою (див. рисунок 2):

- грудень 2016 року: $12 \pm 3\%$ у річному вимірі;
- грудень 2017 року: $8 \pm 2\%$ у річному вимірі;
- грудень 2018 року: $6 \pm 2\%$ у річному вимірі;
- грудень 2019 року і надалі: $5 \pm 1\%$ у річному вимірі.

Рисунок 2. Можлива траєкторія середньострокових цілей щодо інфляції в Україні



Можливі причини недосягнення цілі щодо інфляції

Оскільки в стратегічному документі з монетарної політики передбачається незмінність цілей щодо інфляції, то мають бути визначені причини, за яких допускається відхилення фактичної інфляції від цілей.

Інфляція може відхилитися в короткостроковому періоді від заздалегідь оголошених цільових значень у зв'язку з впливом зовнішніх і внутрішніх шоків, які є поза контролем монетарної політики. Зокрема йдеться про зміни цін на сировинні товари та інші високоволатильні компоненти індексу споживчих цін, відхилення адміністративно регульованих цін від раніше заявленого рівня тощо.

Приведення інфляції до її цільового рівня в найкоротший термін за таких обставин може бути дуже витратним із погляду економічного зростання. Наведені шоки є інфляційними, проте одночасно спричиняють стиснення споживчого попиту, що з певним лагом призводить до уповільнення інфляції. Тому жорсткіша монетарна політика у відповідь на них може бути контрпродуктивною, оскільки в процесі прийняття монетарних рішень до уваги повинен братися насамперед прогноз інфляції.

Таким чином, монетарна політика має концентруватися на запобіганні реалізації вторинних ефектів таких шоків, тобто їхньому впливу на інфляційні очікування, і досягати таким чином цілі щодо цінової стабільності в середньостроковій перспективі. Проміжок часу, впродовж якого інфляція повинна бути приведена у відповідність до середньострокової цілі, має бути чітко визначений у кожному такому випадку і доведений до відома громадськості.

4.2. Досягнення цілей щодо інфляції

Практика інфляційного таргетування передбачає досить чітку процедуру ухвалення монетарних рішень, спрямованих на досягнення цілей щодо інфляції. Її визначення в стратегічних документах із монетарної політики має різний обсяг та деталізацію, втім, як правило, визначаються:

- ключовою відсотковою ставкою монетарної політики (далі – ключова відсоткова ставка) в ролі основного інструменту монетарної політики;
- прив'язкою до зазначеної ключової відсоткової ставки вартості основного інструменту з регулювання ліквідності – її надання або вилучення залежно від структурної позиції ліквідності банківської системи (дефіцит або надлишок). Такий інструмент повинен мати найбільший вплив на формування відсоткових ставок на міжбанківському кредитному ринку, які в подальшому впливають на ставки за іншими операціями банків;
- процедурою ухвалення рішень щодо ключової відсоткової ставки на регулярній основі та їх комунікація;
- другорядними інструментами монетарної політики для підтримки основного інструменту.

Зазначене є важливим із точки зору формування очікувань на грошово-кредитному ринку: центральний банк, оголошуючи, якою буде його ключова відсоткова ставка, задає відповідний орієнтир для вартості грошових ресурсів на ринку.

Враховуючи це, для стратегічного документа з монетарної політики Національного банку в розділі “Досягнення цілей щодо інфляції” доцільно передбачити:

- визначення ключової відсоткової ставки – відсоткової ставки за основними інструментами з регулювання ліквідності, тобто тими, які мають найбільший вплив на ринок. Ця ставка повинна бути синхронізована з обліковою ставкою, яку де-юре визначено в ролі орієнтира вартості грошових коштів. Національний банк має чітко задекларувати, які його операції є основними і проводити їх за фіксованою відсотковою ставкою. У такому разі увага ринку буде прикута до зміни ставок за такими операціями і реакція на них буде досить швидкою. Оскільки нині в банківській системі спостерігається структурний профіцит ліквідності, це мають бути операції з розміщення депозитних сертифікатів (на 7 чи 14 днів). У разі зміни структурної ліквідності банківської системи на дефіцит основними операціями мають вважатися регулярні тендери з рефінансування, а відсоткова ставка за цим інструментом – ключовою;
- декларування того, що рішення щодо ключової відсоткової ставки прийматимуться на основі макроекономічного прогнозу, насамперед з метою приведення прогнозу інфляції до встановленого

цільового показника. Під час прийняття монетарних рішень також необхідний розгорнутий аналіз макроекономічних, монетарних і фінансових показників, який допомагає виявити ризики для цінової стабільності;

- регулярні (відповідно до наперед оголошеного розкладу) засідання Правління Національного банку з монетарних питань, які завершуватимуться оголошенням ухваленого рішення;
- визначення коридору відсоткових ставок за операціями овернайт (кредити Національного банку овернайт і депозитні сертифікати на цей термін) у ролі механізму підтримки ключової відсоткової ставки. Такий коридор обмежуватиме коливання відсоткових ставок на міжбанківському ринку навколо ключової ставки;
- опис інших підтримуючих операцій, які насамперед призначені для підвищення ефективності основного інструменту. Ці операції, на відміну від основного інструменту, не визначатимуть ціну ресурсів на ринку, а слугуватимуть для підсилення його дії.

Багато з цих елементів уже активно застосовується Національним банком. Зокрема, зміна відсоткових ставок Національного банку вже впливає на динаміку ставок міжбанківського ринку. Проте необхідно зблизити відсоткову ставку за основними операціями з регулювання ліквідності, якими є ставки за депозитними сертифікатами, з обліковою ставкою, яка де-юре є орієнтиром ціни на гроші.

5. Комунікації з питань монетарної політики

Відомий вислів, що “гроші люблять тишу”. Але з приводу діяльності центрального банку варто додати: ця тиша не повинна бути гнітючою. Так, центральний банк є незалежною інституцією. Втім, саме від нього значною мірою залежить збереження добробуту всіх суб’єктів економіки.

У науковій літературі існує широкий консенсус, що, крім забезпечення підзвітності центрального банку суспільству, прозорість монетарної політики може підсилити її ефективність (Blinder, 1998; Woodford, 2003). Саме тому розділ щодо комунікацій є невід’ємною складовою стратегічних документів із монетарної політики.

Украї важливо, аби суспільство розуміло, що діяльність центрального банку є адекватною його пріоритетній цілі – підтримці низької та стабільної інфляції. Як зазначив колишній головний економіст Європейського центрального банку О. Іссінг, “для прозорості монетарної політики важливі як відкритість, так і чіткість” (Issing, 1999).

Тобто відкритість діяльності (мовляв, дивіться, що хочете, нам нічого приховувати) так само важлива, як і професійно побудовані комунікації. Суспільство повинно мати достатньо інформації для оцінки обґрунтованості рішень у монетарній сфері.

За режиму курсової прив’язки комунікації не є такими визначальними, оскільки вплив на очікування справляє лише незмінність показника обмінного курсу сьогодні і завтра. Натомість за режиму інфляційного таргетування комунікація має виняткове значення, адже громадськість повинна розуміти, яким чином прийняте сьогодні монетарне рішення через ланцюги макроекономічних змінних (які називаються трансмісійним механізмом) сприятиме підтримці цінової стабільності в середньостроковій перспективі. Бо лише таким чином можна досягти стабілізації інфляційних очікувань, тобто того, для чого і потрібен у кінцевому підсумку режим інфляційного таргетування.

Багато елементів комунікацій, притаманних режиму інфляційного таргетування, вже запроваджено в Національному банку. Зокрема в березні 2015 року було опубліковано перший Інфляційний звіт, який є основним інструментом комунікації центральних банків із громадськістю за режиму інфляційного таргетування. Щоквартальні публікації цих звітів дають змогу доносити до громадськості в спрощеному (адаптованому) форматі той масив інформації, який використовується центральним банком у процесі ухвалення рішень, а саме: аналіз поточної ситуації, макроекономічний прогноз із фокусом на інфляцію, ризики для цінової стабільності та в підсумку – дії Національного банку щодо їх нівелювання.

Важливий елемент комунікації центрального банку за режиму інфляційного таргетування – належне обґрунтування та оприлюднення ухвалених монетарних рішень. При цьому важлива побудова так званого “рутинного циклу” ухвалення рішень щодо основних інструментів. Адже центральний банк – не інформаційна агенція і мета його комунікацій – не

штампування сенсацій та “смажених фактів”, а навпаки: постійне (рутинне), доступне та обґрунтоване пояснення того, яким чином його дії сприятимуть досягненню цілей щодо інфляції.

Переваги побудови рутинного циклу:

- досягнення центральним банком передбачуваності в діях, адже за відсутності екстраординарних подій рішення ухвалюються точно за розкладом. На відміну від практики ухвалення спонтанних рішень, це дає змогу зробити наголос на послідовній політиці, спрямованій на досягнення середньострокових цілей;
- забезпечення рівного доступу до інформації, адже про ухвалення рішення стає відомо одночасно всім суб'єктам ринку з єдиного джерела інформації – центрального банку;
- прив'язка очікувань ринку щодо зміни монетарних інструментів до певної регулярної події (прес-конференції, прес-релізу і т. п.), що підвищує ефективність таких інструментів;
- підвищення прозорості, підзвітності та розширення діалогу з ринками. Регулярне пояснення центральним банком своїх рішень у монетарній сфері сприяє їх кращому сприйняттю та розумінню учасниками фінансових ринків.

Саме з метою побудови такого рутинного циклу в Національному банку започатковано проведення щомісячних засідань Комітету з монетарної політики (далі – Комітет) за наперед оголошеним графіком. Після засідань Комітету відбувалося розміщення прес-релізу з обґрунтуванням ухвалених рішень щодо інструментів монетарної політики.

Наразі з огляду на набрання чинності законодавчими змінами щодо посилення інституційної спроможності Національного банку, які реформували зокрема принципи роботи Правління Національного банку, дещо змінилися і підходи до ухвалення та комунікації монетарних рішень. Засідання Комітету залишилися важливою платформою для обговорення монетарних рішень, що підвищуватиме їхню обґрунтованість. Водночас де-юре і де-факто ухвалення рішень відбуватиметься на регулярному засіданні Правління Національного банку з монетарних питань.

Для побудови повноцінного рутинного циклу необхідно, щоб оголошення щодо змін монетарних інструментів відбувалося не лише в наперед визначений день, а й в один і той самий час. У цьому напрямі нині вдосконалюються відповідні процеси в Національному банку. Зокрема, враховуючи практику діяльності провідних центральних банків, рутинний цикл у Національному банку може мати такий вигляд (див. рисунок 3):

1 етап – за тиждень до ухвалення рішення Правлінням Національного банку. Підготовка департаментами Національного банку макроекономічного прогнозу, розширеного аналізу економічного стану та монетарних показників, питань фінансової стабільності, формування на цій основі пропозиції персоналу банку (staff proposal) щодо монетарної політики для Правління Національного банку;

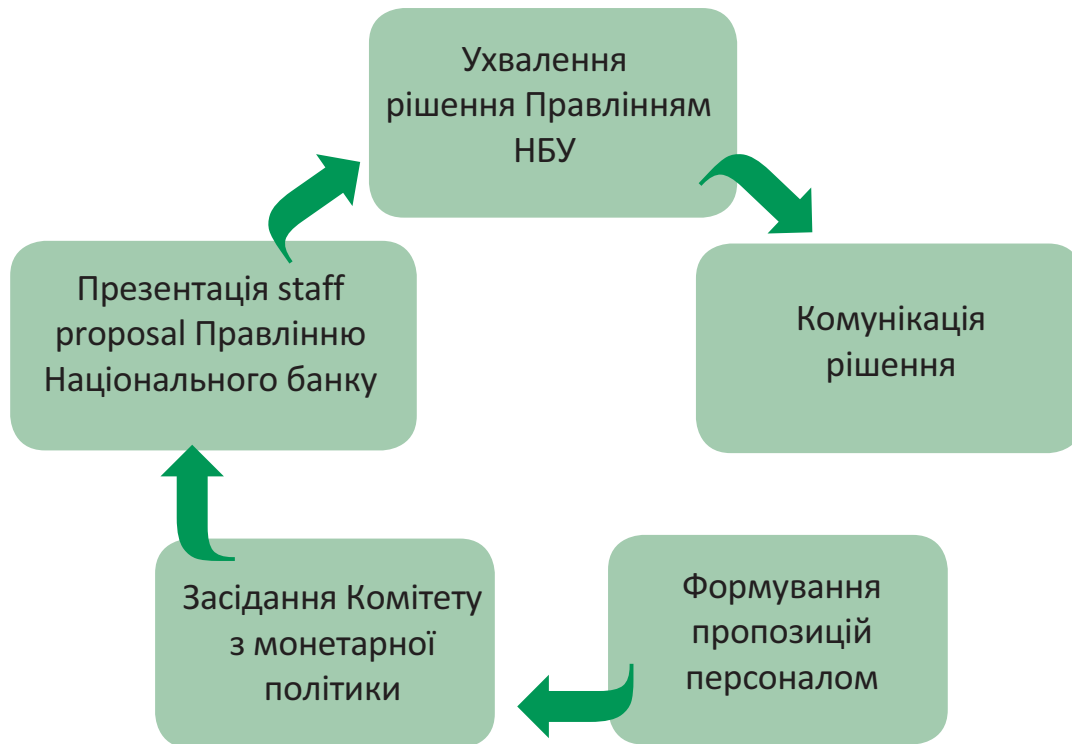
2 етап – напередодні дня ухвалення рішення Правлінням Національного банку. Проводиться засідання Комітету. Воно відіграє важливу роль в отриманні повної “макроекономічної картинки”. В засіданні беруть участь персонал банку (директори департаментів монетарної політики та економічного аналізу, операцій на відкритих ринках, фінансової стабільності, статистики та звітності) та члени Правління Національного банку. Під час таких засідань персонал банку робить презентації з питань макроекономічного прогнозу, розвитку фінансових ринків, фінансової стабільності, ділиться інформацією щодо результатів аналізу, досвідом та оцінками із членами Правління Національного банку, які й ухвалюють рішення;

3 етап – у день ухвалення рішення Правлінням Національного банку. Презентація пропозиції персоналу банку Правлінню Національного банку;

4 етап – ухвалення Правлінням Національного банку рішення з монетарних питань;

5 етап – комунікація рішення Правління Національного банку (в чітко визначений час у день прийняття рішення).

Рисунок 3. Можлива схема організації рутинного циклу ухвалення та комунікації монетарних рішень у Національному банку



6. Висновки та рекомендації

Нині актуальним є прийняття Радою Національного банку Основних засад грошово-кредитної політики в новому форматі – форматі стратегії монетарної політики Національного банку на 2016 – 2020 роки. Цей документ повинен мати програмну (визначення цілей монетарної політики і шляхів їх досягнення) та комунікаційну спрямованість (донесення в доступній формі до суспільства цілей і завдань).

З урахуванням міжнародного досвіду такий документ повинен містити:

1. Пояснення суспільству переваг обраного монетарного режиму (інфляційного таргетування).
2. Чітке зобов'язання щодо переходу до інфляційного таргетування у визначений строк.
3. Середньостроковий орієнтир щодо цінової стабільності (5% для річної зміни індексу споживчих цін) та чітку траєкторію його досягнення. Такі цілі мають бути незмінними для того, щоб отримати довіру суспільства.
4. Визначення:
 - інструментів та процедур досягнення цілей щодо інфляції;
 - цілей валютно-курсової політики за режиму плаваючого обмінного курсу.
5. Опис стратегії комунікації щодо цілей та рішень з монетарної політики.

Декларування Національним банком чітких цілей монетарної політики, механізмів їх досягнення та дотримання власних зобов'язань дасть змогу підвищити довіру суспільства та сприяти стабілізації інфляційних очікувань, що є необхідною передумовою для цінової стабільності.

Література

- Bank of Albania (2008), Monetary Policy Document for the 2009 – 2011 period, Official web-site, [http://www.bankofalbania.org/web/Monetary_Policy_Document_for_the_2009_2011_period_5204_2.php?kc=0,27,0,0,0].
- Batini, N., K. Kuttner, Laxton D. (2005), Does Inflation Targeting Work in Emerging Markets?, Chapter 4 of the September 2005 World Economic Outlook, International Monetary Fund.
- Bernard L. Eckhold K., King D., Maehle N., Naseer A., Durré A. (2015), The Journey to Inflation Targeting : Easier Said than Done The Case for Transitional Arrangements along the Road, IMF Working Paper No. 15/136 – IMF, June 25, 2015.
- Blinder, A. (1998) *Central Banking in Theory and Practice*, MIT Press, Cambridge MA.
- Central bank of Turkey (2006), General framework of inflation targeting regime and monetary and exchange rate policy for 2006/ Official web-site [<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/3b37ce2a-7c18-4083-8e48-2a00d4bfe78e/ANO2005-45.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=3b37ce2a-7c18-4083-8e48-2a00d4bfe78e>].
- Czech National bank, CNB Monetary Strategy document, Official web-site, [https://www.cnb.cz/en/monetary_policy/strategic_documents/c_dms.html].
- Edwards S. (2006), The relationship between exchange rates and inflation targeting revisited, NBER Working paper #12163 [<http://www.nber.org/papers/w12163>].
- Edwards S., Yeyati L. (2004). Flexible exchange rates as shock absorbers, *European Economic Review* 49, P. 2079-2105.
- Gorodnichenko Y. (2014), Inflation target for Ukraine, VoxUkraine Blog [<http://voxukraine.blogspot.com/2014/05/IT.html>].
- Hammond (2012), State of the art of inflation targeting, Bank of England, CCBS Handbook No. 29.
- IMF (2014), Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2014.
- IMF (2014), De Facto Classification of Exchange Rate Regimes and Monetary Policy Frameworks [<http://www.imf.org/external/np/mfdr/2008/eng/0408.htm>].
- IMF (2014), Ukraine: Request for a Stand-By Arrangement—Staff Report; Supplement; Staff Statement; Press Release; and Statement by the Executive Director for Ukraine; IMF Country Report 14/106; April 22, 2014.
- IMF (2014a), Conditionality in Evolving Monetary Policy Regimes, IMF Policy Papers.
- IMF (2014b), First IMF Central Bank Forum for Developing Markets: The Road to Inflation Targeting and Transitional Monetary Arrangements, Press Release No. 14/435.
- Issing O. (1999). The eurosystem: Transparent and accountable, or “Willem in Euroland”, *Journal of Common Market Studies* 37(3), 503 – 519.
- Jahan, Sarwat (2012), “Inflation Targeting: Holding the Line”, *Finance & Development*, Washington, DC: IMF, available at [<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/basics/target.htm>].
- Klein MW, Shambaugh JC. (2009), *Exchange Rate Regimes in the Modern Era*, The MIT Press.
- Mishkin F.S. (2008), Comfort Zones, Shmumfort Zones, Speech At the Sandridge Lecture of the Virginia Association of Economists and the H. Parker Willis Lecture of -Washington and Lee University, Lexington, Virginia, March 27, 2008.
- National Bank of Georgia, Monetary Policy Strategy of the National Bank of Georgia, Official web-site, [<https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=628&lng=eng>].
- National Bank of Poland (1998), *Medium-Term Strategy of Monetary Policy (1999 – 2003)*.
- National Bank of Serbia (2006), *Memorandum National Bank of Serbia On the Principles of the New Monetary Policy Framework Aiming at Low Inflation Objectives*, February 2006.
- Schaechter A., Zelmer M. (2000), *Adopting Inflation Targeting: Practical Issues for Emerging Market Countries*, IMF Occasional Paper No. 202, December 19, 2000.
- Roger S. (2010), “Inflation Targeting Turns 20”, *Finance & Development*, March, Volume 47, Number 1, Washington, DC: IMF, pp. 46 – 49 available at [<https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2010/03/pdf/roger.pdf>].
- Woodford M. (2003). *Interest and Prices*. Princeton University Press, Princeton.
- Ніколайчук С., Шоломицький Ю. (2015). Використання макроекономічних моделей для монетарної політики в Україні (у друці).
- Петрик О., Ніколайчук С. (2007). Визначення оптимального рівня інфляції для України // Вісник Національного банку України. – 2007. – № 6. – С. 10 – 22.
- Рада Національного банку України (2001). Основні засади грошово-кредитної політики на 2001 рік: розроблено і схвалено рішенням Ради Національного банку України від 14 вересня 2001 року.