

ПЕРЕХІД ДО ІНФЛЯЦІЙНОГО ТАРГЕТУВАННЯ (ІТ) ТА ПІДВИЩЕННЯ ЕФЕКТИВНОСТІ

ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ¹

Національний банк України (НБУ) перейшов до режиму гнучкого валютного курсу в 2014 році і нещодавно офіційно прийняв систему інфляційного таргетування. Хоча коливання валютному курсу було дозволено в лютому 2014 року, в той час, зважаючи на підвищену геополітичну невизначеність та триваючу кризу, був проголошений курс на перехід до інфляційного таргетування, а не на негайне його прийняття. Тим часом, була зміцнена незалежність Національного банку України, і НБУ робив поступ у запровадженні ключових елементів інфляційного таргетування, яке було офіційно прийняте в грудні 2016 року. Нижче в тексті ми проаналізуємо цей поступ та переглянемо виклики, які ще залишаються, для забезпечення ефективної дії монетарного режиму ІТ.

А. Перехід до ІТ

1. Україна вже певний час готувалася до інфляційного таргетування, хоча, протягом багатьох років, прийняття ІТ стримувалося страхом перед режимом плаваючого курсу.

Технічна допомога МВФ (ТД) з оцінки передумов для запровадження ІТ була вперше надана в 2004 році. В 2005-06 рр., за технічної допомоги МВФ, НБУ розробив план заходів для переходу до ІТ.² В той час, експерти фонду рекомендували здійснити низку кроків для зміцнення передумов з метою успішного запровадження ІТ, а саме, роз'яснення мандату щодо цінової стабільності НБУ, запровадження короткострокової облікової ставки для монетарних операцій та подальший розвиток фінансового ринку (2006 р., Стаття IV, Таблиця 10). За результатами консультацій в контексті Статті IV в 2008 р. повідомлялося, що НБУ вважав для себе можливим виконання умов ІТ,³ проте його непокоїли виклики, пов'язані з ефективністю монетарної політики внаслідок відкритої структури економіки, низького рівня розвитку фінансового ринку та високих регульованих цін. Таким чином, не було часового діапазону для прийняття ключових рішень щодо політики переходу до більш гнучкого валютного курсу. Таким чином, для програм 2008 та 2010 рр., перехід до ІТ був частиною середньострокових цілей, щоби дати час для поліпшення умов для поступового переходу до гнучкого валютного курсу. У зв'язку з цим, важливою реформою тоді було визначення мандату стабільності цін пріоритетним завданням (поправка до Закону про НБУ, яка визначала цінову стабільність як попередній захід Угоди «стенд-бай» 2010 р.). Проте, до 2014 р. валютний курс залишався ефективно прив'язаним до долара, а макрофінансова незбалансованість погіршувалася.⁴

¹ Підготовлено Памелою Мадрид (Європейський департамент) та Іваном Луїсом де Олівейра Лімою (Департамент монетарної політики та ринків капіталу).

² Засади грошово-кредитної політики НБУ за 2005 рік визначили план поступового переходу до інфляційного таргетування, а в січні 2006 р. був прийнятий План дій.

³ В річних звітах НБУ за 2005-07 рр. зазначається, що триває аналітична робота та проводиться навчання для переходу до ІТ.

⁴ Оцінки ходу виконання програм та звіти персоналу МВФ (наприклад, звіт за результатами консультацій в рамках Статті IV за 2012 р.) зазначали, що періоди більшої гнучкості валютного курсу вводилися вимушено і були короткотривалими. Наприклад, Щорічні звіти про валютні режими та валютні обмеження (AREAERS) по Україні повідомляють про звичайну прив'язку (2003-06); кероване плавання (2007); інше кероване плавання (2008-10); та механізм стабілізації (2011-12).

2. З початку «плавання» валютного курсу в 2014 р.,⁵ вирішення питань макрофінансової стабільності відклали прийняття інфляційного таргетування. В рамках програми «стенд-бай» в 2014 р., передбачалося, що ІТ спочатку буде прийняте в першій половині 2015 р.,⁶ по завершенні технічної підготовчої роботи (МЕФП А10). Це передбачало посилення незалежності НБУ, а також зміцнення операційної системи процесу прийняття рішень. Проте, погіршення макрофінансової ситуації посилювало невизначеність та зміщувало наголос на цілі фінансової стабільності (стримування кризи та стабілізація).⁷ Таким чином, довелося відкласти багато з передбачених в якості передумов заходів, які, проте, стали частиною програми розширеного фінансування в 2015 р. Зокрема, була посилена незалежність центрального банку, передбачена поправкою до Закону про НБУ та визначена як структурний маяк, а НБУ рухався вперед, виконуючи інші технічні необхідні умови. Проте, передбачалося, що офіційно ІТ може бути запроваджене, щойно цього дозволитимуть макрофінансові умови (Див: Блок 1). Зокрема, в цей час, ще не було досягнуто фінансової стабільності та повної дерегуляції цін, а високий рівень інфляції та суттєва невизначеність також робили перехід до ІТ особливо ризикованим.

Блок 1. Типові передумови (базисні елементи) та обов'язкові умови для успішного запровадження ІТ

В звіті МВФ (2006) зазначається, що існує чотири широкі категорії, які, зазвичай пропонуються як передумови чи обов'язкові умови для інфляційного таргетування:

- **Інституційна незалежність центрального банку.** Центральний банк повинен мати повну юридичну автономію (з чітким мандатом дій щодо цінової стабільності) та бути вільним від фіскального домінування та/або політичних тисків, які можуть суперечити інфляційним цілям.
- **Добре розвинутий аналітичний потенціал та інфраструктура.** Вимоги щодо даних для інфляційного таргетування є більш суворими, ніж для альтернативних режимів, і керівництво, яке займається монетарними питаннями, повинно мати добре розвинуту спроможність для прогнозування інфляції та мати гарне розуміння каналу трансмісії.
- **Сприятлива економічна структура.** Інфляційне таргетування вимагає, щоби ціни були повністю дерегульовані, щоб економіка не була надмірно чутливою до цін на товари та валютний курс, і, щоб рівень доларизації був мінімальним.
- **Здорова фінансова система.** Для мінімізації потенційних конфліктів з цілями фінансової стабілізації та гарантування ефективної монетарної політики трансмісії, система повинна бути здоровою та розвинутою.

⁵ В 2014 р. режим гнучкого валютного курсу був офіційно визнаний постановами НБУ, і Україна з того часу була класифікована як країна з плаваючим валютним курсом в Звіті про валютні режими та валютні обмеження (AREAER), хоча в контексті обмежень на валютні операції та контролю за капіталом.

⁶ В Меморандумі про економічну і фінансову політику в контексті запиту про угоду «стенд-бай» 2014 р. визначався середньостроковий цільовий показник інфляції в 3-5 відсотків, відповідно до різниці в продуктивності з торговими партнерами України, проте передбачалося, що точний цільовий показник інфляції та діапазон будуть уточнені в процесі запровадження ІТ.

⁷ На тлі конфлікту, який посилювався в серпні 2014 р., погіршення банківської кризи та виборів в жовтні 2014 р., була здійснена значна валютна інтервенція в зв'язку з сильним тиском на валютний курс. З огляду на це та враховуючи занепокоєння щодо макрофіскальної стабільності, у вересні 2014 р. були посилені валютні обмеження, а потім знову – в лютому-березні 2015 р. НБУ також довелося надавати значну допомогу ліквідності Нафтогазу, банкам та Фонду гарантування вкладів фізичних осіб (ФГВФО) протягом 2014 та 2015 рр.

Блок 1. Типові передумови (базисні елементи) та обов'язкові умови для успішного запровадження ІТ (завершення)

Також зазначалося, що багато з цих умов є суттєвими для успіху фактично будь-якої послідовної системи монетарної політики. Елементи, які є більш важливими для ІТ, ніж для інших режимів, передбачають аналітичну/інформаційну інфраструктуру, враховуючи інформаційно-інтенсивний характер інфляційного таргетування. Проте, видається, що слабші первинні умови пов'язані з частішим недотриманням діапазонів інфляційних цілей, головним чином, під час першого етапу дефляції.

Висновок, що макроекономічна ефективність поліпшується в умовах інфляційного таргетування навіть за відносно слабких первинних технічних умов (МВФ, 2005), вказує, також, на важливість інших факторів—зокрема, **очікування та довіру до зобов'язань щодо інфляційного таргетування**. І в цьому відношенні, рівень політичної підтримки може виявитися критично важливим, так само, як і прийняття інфляційного таргетування як частин ширшого пакету економічних реформ, що підкреслює прихильність до змін (Sherwin, 2000).

Хоча це й не є обов'язковою умовою, проте рекомендується, щоби **інфляція визначалася в однозначних цифрах** і, щоби **центральний банк отримав певну анти-інфляційну довіру** до того, як цілі щодо інфляції будуть зроблені "більш жорсткими" (Mishkin та Savastano, 2001). Це віддзеркалює тенденцію до більшої кількості фактів недотримання інфляційних цілей на етапі дефляції, а також показує, що досягнення цілі може виявитися більш затратним (в термінах вищих відсоткових ставок і менших обсягів продукції), якщо бракуватиме довіри (Masson та інші, 1997; Alichì, 2009).

3. Чинне керівництво НБУ з самого початку продемонструвало потужну прихильність до запровадження системи монетарної політики на основі інфляційного таргетування.

Починаючи з 2014 р., безперервно поліпшувалися процеси, комунікації та операційна система монетарної політики (Додаток, Блок 1) для запровадження чи підтримки ключових елементів ІТ (Блок 2). Зокрема, НБУ посилив процеси прийняття рішень та комунікації за допомогою: створення Комітету з монетарної політики (КМП) та запровадження структурованого циклу аналізу та прогнозування політики (САП); регулярних прес-конференцій та прес-релізів з питань монетарної політики; а також, кварталних інфляційних звітів з прогнозами інфляції. Крім того, в серпні 2015 р., коли економічні та фінансові ринкові умови почали поліпшуватися, Правління НБУ запропонувало нові засади грошово-кредитної політики на 2016-20 рр., які передбачали цілі щодо зниження траєкторії інфляції (з 12 відсотків в 2016 р. до 5 відсотків з 2019 р. й надалі), а також зобов'язання щодо гнучкого валютного курсу. В березні 2016 р., НБУ опублікував дорожню карту щодо запровадження ІТ,⁸ яка передбачала поліпшені технічні обов'язкові умови та ключові елементи системи ІТ. В жовтні 2016 р., НБУ опублікував стратегію валютних інтервенцій (ВІ), зазначивши, що ВІ не означали таргетування рівня чи траєкторії валютного курсу, а були необхідні для побудови резервів, для плавної надлишкової волатильності, або ж для підтримки ефективності облікової ставки.

⁸ Дорожня карта ІТ НБУ охоплює п'ять сфер: інституційна спроможність; цілі та інструменти монетарної політики; процеси прийняття рішень щодо грошово-кредитної політики; комунікації та прозорість; а також, розвиток фінансового сектору.

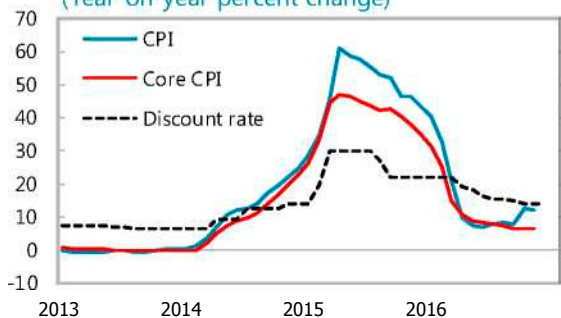
1. Цінова стабільність як очевидна першочергова ціль грошово-кредитної політики;
2. Публічне проголошення кількісних цільових показників інфляції;
3. Інформаційне супроводження стратегії встановлення інструментів політики (тобто, не на основі *лише* монетарних агрегатів чи *лише* валютного курсу);
4. Прозора стратегія грошово-кредитної політики, яка передбачає центральну роль комунікації з громадськістю щодо планів, цілей та логіки політичних рішень.
5. Посилені механізми підзвітності.

УКРАЇНА

^{1/} Centre for Central Banking Studies, Handbook (Центр досліджень центральних банків (ЦДЦБ), Посібник)—No. 29, *State of the art of inflation targeting* (Сучасний стан інфляційного таргетування)—2012.

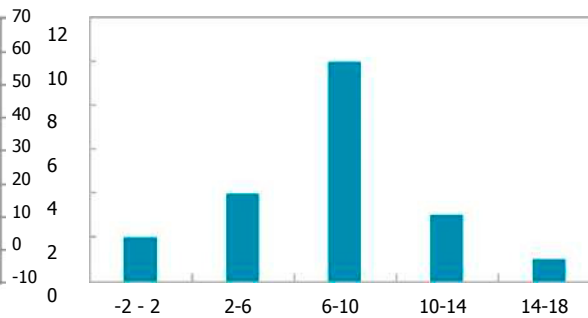
4. Зміцнена система грошово-кредитної політики НБУ вже показала гарні результати наслідків інфляції. Після суттєвої девальвації на початку 2015 р., НБУ різко підняв процентні ставки і утримував їх високими в реальному перспективному вираженні. Він почав

Inflation and the NBU Policy Rate
(Year-on-year percent change)



Джерело: НБУ та розрахунки експертів МВФ.

Нові ринкові економіки, які прийняли ІТ в 1995-2009 рр.: Інфляція та прийняття ІТ (%)



Джерело: ЦДЦБ (2012) та розрахунки експертів МВФ.

послаблювати монетарну політику лише тоді, коли інфляція знизилася нижче 20 відсотків і прогноз щодо інфляції відповідав цілям, проголошеним в серпні 2015 р. Отже, після того, коли загальна (споживча) та базова інфляція досягли рівня близько 60 та 40 відсотків в 2015 р., вони знизилися відповідно до 8 та 6 відсотків до вересня 2016 р. Це середній діапазон інфляції інших країнах з ринковими економіками, що розвиваються, та, які прийняли ІТ в період прийняття повноцінної інфляції. Хоча загальна інфляція з того часу підвищилася до близько 12 відсотків, головним чином, внаслідок корегування регульованих цін на енергоносії до ринкових рівнів, базова інфляція залишалася на рівні близько 6 відсотків.⁹

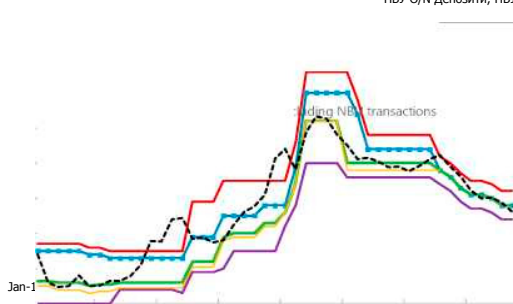
5. Коли Рада НБУ схвалила нові засади грошово-кредитної політики, НБУ офіційно прийняв режим ІТ в грудні 2016 р. ІТ передбачає п'ять основних елементів (Блок 2), а саме ті, які відрізняють систему ІТ від інших систем монетарної політики. Однак НБУ продовжує робити поступ в реалізації технічних аспектів для посилення та підтримки системи ІТ.

⁹ Базова інфляція інколи використовується в якості операційного спрямування політики, оскільки вона схильна краще прогнозувати майбутню інфляцію —див: Freedman та Laxton (2009), а також Hammond (2012).

6. НБУ здійснив поступ поліпшуючи операційні компоненти на підтримку режиму ІТ.

Зокрема, відповідно до останніх рекомендацій МВФ (Див: Додаток І, Блок 2), в лютому-березні 2016 р. НБУ налаштував свою операційну систему, посиливши роль облікової ставки політики та звуживши коридор відсоткової ставки. Проте, волатильність короткострокових відсоткових ставок все ще є відносно високою, а міжбанківський ринок залишається неглибоким і зосередженим на коротких термінах погашення.¹⁰ З метою подальшого стимулювання міжбанківської діяльності та сприяння формуванню ринкових відсоткових ставок, НБУ зміг перейти до більш активного управління ліквідністю відповідно до рекомендацій місії технічної допомоги МВФ.

Відсоткові ставки НБУ та на міжбанку



Джерела: Україна та розрахунки персоналу МВФ.

Коридор відсоткових ставок НБУ та ставки на міжбанку



Джерела: НБУ та розрахунки персоналу МВФ.

0

ЕОР – на кінець періоду

7. НБУ працює над подальшим посиленням аналітичної підтримки та комунікації з

питань інфляційного таргетування. Передбачається подальше вдосконалення та зміцнення моделі квартального прогнозування НБУ (МКП/QPM).¹¹ НБУ в своїй Дорожній карті переходу до ІТ також передбачає розробку динамічної стохастичної моделі загальної рівноваги (DSGE) та розширення свого інструментарію короткострокового прогнозування. Нещодавня місія ТД МВФ рекомендувала проаналізувати ефект довіри та взаємодії монетарної та фіскальної політики для калібрування моделі квартального прогнозування (МКП/QPM) для подальшого вирішення питань політики, а також, оцінити зміщення прогнозування деяких короткотермінових економетричних моделей, замінивши їх моделями, де використовуються більш передові методи вектору авторегресії (VAR). Крім того, в контексті Дорожньої карти переходу до ІТ, НБУ наразі працює над низкою інформативних документів про систему ІТ, а саме, трактування інфляційних цілей, рівноважна реальна процентна ставка, реагування функцій на шоки; не-технічні варіанти документів будуть опубліковані, щоби сприяти кращому розумінню громадськістю принципів інфляційного таргетування та системи монетарної політики НБУ. Як зазначалося у звіті місії ТД МВФ, дуже важливим є подальше роз'яснення короткострокового компромісу між досягненням цілей по інфляції і мінливості результату, а також горизонту політики.¹²

¹⁰ Овернайт (O/N) своп гривні в 2016 р. став доміантною формою міжбанківського кредитування, обійшовши звичайні забезпечені та незабезпечені міжбанківські операції (кредитування та депозити) в гривні.

¹¹ Модель квартального прогнозування базується на новій кейнзійській моделі розривів (Keynesian gap model) (Див: Вісник, вересень 2015 р.).

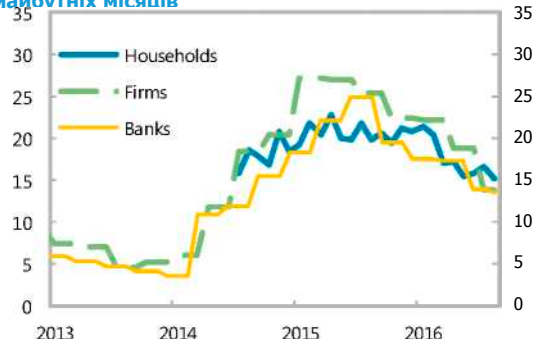
¹² Нещодавно НБУ опублікував презентацію модельованого впливу зміни в 1 відсотковий пункт відсоткової ставки на цільовий показник інфляції та виробництво,

8. Проте, співпраця та ефективна підтримка ІТ з боку уряду є дещо повільною. НБУ може встановлювати цілі цінової стабільності незалежно від уряду. Але політична підтримка ІТ, що є критично важливим елементом (Masson та інші, 1997; Sherwin, 2000) для того, щоби режим ІТ викликав довіру, видається замалою та обмеженою. Наприклад, нещодавно Верховна Рада здійснила законодавчі зусилля для обмеження незалежності НБУ та повернення фіксованого валютного курсу. Також, складається враження, що нещодавне підвищення вдвічі мінімальної заробітної плати також не було добре скоординованим, бракувало достатньо аналітичної роботи з використанням передбачуваних величин, щодо впливу такого підвищення на економіку до оголошення цього кроку. Врешті решт, існувала недостатня співпраця між НБУ та казначейством Міністерства фінансів в контексті вчасного обміну якісними прогнозами, що шкодило прогнозам ліквідності НБУ, що, в свою чергу, могло зашкодити більш активному управлінню ліквідністю для подальшого посилення механізму трансмісії при змінах облікової ставки політики (Див: нижче).

9. Загалом, незважаючи на гарний початковий успіх дефляції, обмеженість поступу і невизначеність в досягненні цінової стабільності відображаються в усе ще високих інфляційних очікуваннях.

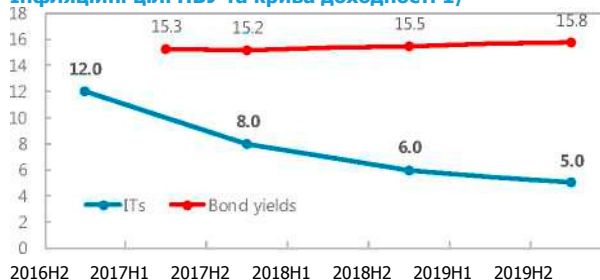
Хоча інфляційні очікування економічних агентів знизилися, вони все ще є вищими минулорічних цільових показників. Подібні інфляційні очікування також закладені в доходність державних цінних паперів (хоча до такого пояснення треба ставитися обережно, оскільки ринок є досить тонким). Завищені інфляційні очікування, не зважаючи на те, що інфляція знаходиться в межах діапазону цільових показників інфляції НБУ 2016 р., можуть відображати все ще обмежений поступ НБУ та невизначеність щодо довіри до режиму та трансмісійного механізму, відображаючи таким чином,

Інфляція, що очікується на 12 майбутніх місяців



Джерело: НБУ; розрахунки персоналу.

Інфляційні цілі НБУ та крива доходності 1/



1/ Доходність первинного випуску в 2016 р. до жовтня
Джерело: НБУ та розрахунки персоналу МВФ.

слабкості первинних умов, які обговорюватимуться далі.

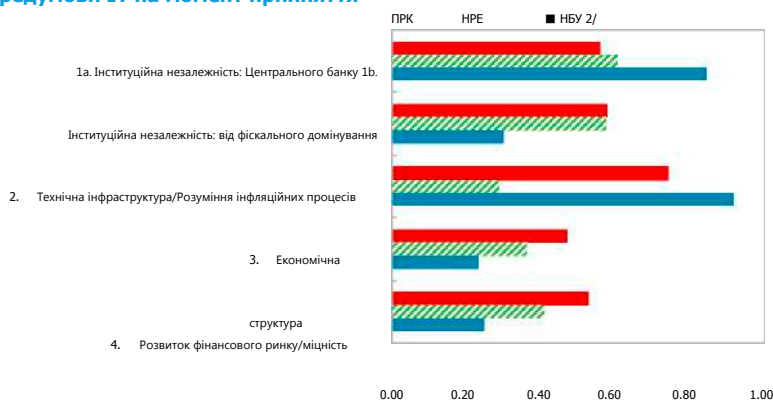
В. Виклики, які стоять перед грошово-кредитною політикою та рекомендації щодо її ефективності

валютний курс та інфляцію, що є дуже корисним в цьому відношенні: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=40253886>.

10. Хоча деякі умови для ІТ видаються подібними, або кращими, ніж в інших країнах з новими ринковими економіками (НРЕ/ЕМ), які приймають режим ІТ, слабкості в інших сферах вказують на проблеми при стримуванні очікувань.

Де-юре незалежність НБУ та аналітична/інформаційна інфраструктура видаються більш передовими, ніж в інших ринкових економіках, які приймають режим ІТ (Див: Малюнок нижче в Додатку ІІ, Таблиця 1). Крім того, видається, що прив'язка до валютних курсів впала і гнучкість валютного курсу близька до середньої в інших ринкових економіках, які приймають режим ІТ. Проте, в Україні все ще зберігаються адміністративні обмеження та контроль над капіталом, які повинні бути поступово та обережно лібералізовані. Крім того, економічна структура України, включно з високою доларизацією, роблять систему потенційно більш вразливою, викликаючи, таким чином, занепокоєння, що стабільність валютного курсу чи цілі фінансової стабільності можуть в якийсь момент отримати пріоритет над цілями цінової стабільності (Mishkin, Savastano, 2001). Також, низький рівень фінансового розвитку, високі рівні проблемних (непрацюючих) позик та тривала рекапіталізація/реструктуризація викликають занепокоєння щодо трансмісійного механізму і, в зв'язку з цим, щодо здатності до досягнення цілей цінової стабільності. Крім того, виявляються високими ризики фіскального домінування чи тиск на центральний банк щодо вжиття заходів, які не відповідають інфляційним цілям. Незважаючи на те, що не потрібно строго дотримуватися всіх вимог для прийняття ІТ, ці слабкості можуть ускладнити процес впровадження ІТ. З іншого боку, виявляється, що в деяких країнах ці умови поліпшилися в режимі ІТ, а ніж це було за інших монетарних режимів (МВФ, 2005).¹³ Ці питання можна згрупувати за їх впливом на рівень довіри та трансмісійні механізми – вони пояснюються нижче.

Передумови ІТ на момент прийняття 1/



Джерела: МВФ (2006); НБУ; розрахунки персоналу.

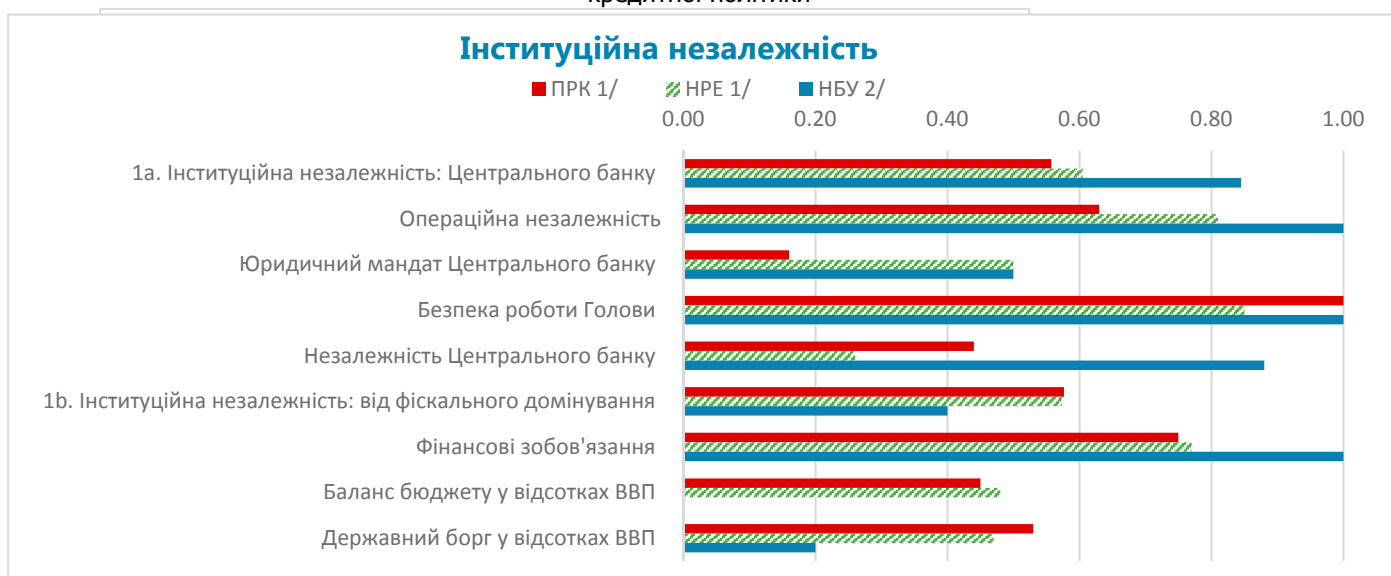
1/ Бали промислово-розвинутих країн (ПРК) та нових ринкових економік (НРЕ) щодо (ІТ) центральних банків відповідно до звіту МВІ (2006), Таблиця ІІ.4. Найкраща практика - оцінка 1. Загальний бал передумови – проста середня величина індикаторів, якщо дається більше, ніж один індикатор. Перша передумова щодо інституційної незалежності була поділена між незалежністю центрального банку та незалежністю від фіскального домінування.

2/ На основі останньої самооцінки НБУ (більшість – відповідно до Дорожньої карти за березень 2016 р., технічне/інформаційне оновлення) питань дослідження для МВФ (2006).

¹³ В Звіті МВФ (2006) зазначається, що важко категорично виключити той факт, що спостережувані переваги ІТ виникають в результаті ширшої зміни в перевагах щодо нижчої інфляції та макроекономічної стабільності, а не від прийняття власне інфляційного таргетування (*по суті*). Дійсно, останні роботи з питань ІТ та фіскальних правил (Combes та інші, 2014) підтримують точку зору, що пруденційна фіскальна політика є необхідною умовою для успіху ІТ (Mishkin та Savastano, 2001).

Надійність та ефективність режиму ІТ

11. Була посилена незалежність НБУ, хоча деякі аспекти врядування все ще не відповідають найкращим практикам. НБУ займає відносно високе місце в рейтингу стосовно низки індикаторів незалежності центрального банку *де-юре*, зокрема, стосовно незалежності Голови, яка призначається за принципом подвійного вето.¹⁴ НБУ також вважає, що він має сильну операційну незалежність (Див: Графік), оскільки має незалежні інструменти. Проте, Конституція надає повноваження Раді НБУ схвалювати засади грошово-кредитної політики



Джерела: МВФ (2006); НБУ; розрахунки персоналу.

1/ Бали показників промислово-розвинутих країн (ПРК) та нових ринкових економік (НРЕ) щодо (ІТ) центральних банків відповідно до звіту МВФ (2006), Таблиця II.4.

Найкраща практика оцінюється як 1, та 0. Бал щодо загальних передумов - проста середня величина індикаторів, якщо є більше, ніж один індикатор.

2/ На основі останньої самооцінки НБУ (більшість відповідно до Дорожньої карти за березень 2016 р., технічне/інформаційне оновлення питань дослідження для МВФ (2006)).

¹⁴ Це збалансовує владу між президентом та Верховною Радою, в результаті чого призначена особа може бути більш нейтральною. Проте, це не завжди захищає Голову від політичної нестабільності. Наприклад,

хоча чинна Голова правління працює на посаді вже два роки, (продовження)

та контролювати реалізацію грошово-кредитної політики.¹⁵ У той же час, члени Ради не призначаються в процесі подвійного вето, що, можливо, робить їх більш зв'язаними конкретними політичними інтересами. Внесення поправок до Закону про НБУ в 2015 р. було спробою роз'яснити наглядову роль Ради, коли Рада може надавати Правлінню рекомендації (не зобов'язуючого характеру) з питань реалізації грошово-кредитної політики. Проте, Рада все ще зберігає за собою впливову роль у встановленні загальної системи грошово-кредитної політики, включно з ухваленням ключових параметрів та принципів ІТ.

12. Крім того, хоча фінансування дефіциту *де-юре* заборонене, уряд може намагатися чинити тиск на НБУ при проведенні грошово-кредитної політики, або ж приймати інші рішення, які не підтримують ІТ. *Де-юре*, НБУ заборонено фінансувати дефіцит бюджету,¹⁶ і поправками 2015 р. до Закону про НБУ було скасовано можливість уряду вимагати від НБУ розподіляти прибуток у пропорції більшій, ніж це передбачено Законом про НБУ.¹⁷ Це надає НБУ можливість більшого контролю над його балансом та грошовою масою. Проте, в той час, як бюджетний дефіцит (одна змінна щодо ризику фіскального домінування) значно скоротився за останні кілька років, державний борг (інша змінна щодо фіскального домінування) та державні потреби у валовому фінансуванні все ще залишаються високими. Таким чином, хоча НБУ не залежить від офіційних рішень чи дій уряду, все одно може виникнути занепокоєння щодо можливості тиску в напрямку значного зниження відсоткових ставок або недостатнього підвищення відсоткових ставок, необхідного для досягнення цільових показників інфляції, що призводить до зменшення довіри. Високі рівні боргу також можуть обмежувати монетарну політику, у випадку, коли підвищення відсоткових ставок впливає на кредитні спреди уряду та девальвують валютний курс.¹⁸ Цей ризик наразі є дещо обмеженим, оскільки НБУ утримує основну частину державних цінних паперів, але він може виявитися серйозним фактором у майбутньому, коли більшість державних цінних паперів опиняться на ринку. Для того, щоби почати вирішувати питання фіскального домінування, важливою була б заява Уряду на підтримку незалежності НБУ та на підтримку прагнення НБУ досягати цілей цінової стабільності в контексті плаваючого валютного курсу та режиму ІТ. Також, таку заяву слід було б підтримати послідовною та прихильною фіскальною політикою та політикою в галузі заробітної плати, що допомогло б підвищити довіру до інфляційних цілей. Це могло б включати прийняття пруденційних фіскальних правил (Combes та інші, 2014). Пропозиція НБУ Урядові випустити державні цінні папери, індексовані щодо інфляції для

в період між 2010-14 рр. було призначено і звільнено п'ять голів Правління. Для запобігання частим змінам голів, в 2015 р. в Закон про НБУ були внесені поправки, які вимагали, щоби питання звільнення Голови Правління обговорювалося у Верховній Раді.

¹⁶ Проте, існує можливість купівлі державних цінних паперів (або надання ліквідності під забезпечення державних цінних паперів) для підприємств під контролем держави, які отримують таке державне фінансування «під ризикою».

¹⁷ Перерахування більш, ніж передбачено Законом про НБУ, прирівнюється до безвідсоткової позики Уряду і, якщо вони перевищують реалізований прибуток, вони становлять нестерилізовану позику уряду.

¹⁸ Зважаючи на високий рівень боргу, підвищення центральним банком відсоткової ставки може спричинити премії за ризик і, таким чином, виникне потреба в збільшенні міжнародних активів, що, в свою чергу, призведе до девальвації та збільшення інфляції, отже центральному банку варто утриматися від підвищення відсоткових ставок. Це тим більш вірогідно, чим вищим є рівень боргу, пропорційно боргу, деномінованому в іноземній валюті, та ціна ризику. В цьому випадку, саме податково-бюджетна політика, а не грошово-кредитна політика, є правильним інструментом для зниження рівня інфляції (Blanchard, 2004).

вирівнювання державних стимулів була б також корисною, якби Уряд і сам зобов'язався проводити пруденційну політику.¹⁹ Отже, їх випуск на ринку міг би стати більш ефективним механізмом стимулювання, ніж реструктуризація державних цінних паперів, які утримуються НБУ, в облігації, індексовані щодо інфляції.

- 13. Загалом, слабке врядування може бути перешкодою для довіри до режиму ІТ.** Існує ризик того, що Уряд або Верховна Рада можуть захотіти змінити правила, або ж, якимсь іншим чином змусити НБУ надати перевагу іншим цілям, або ж, ще якимсь іншим чином послабити контроль НБУ над своїм балансом, викликавши можливий інфляційний ефект. Наприклад, це може бути можливість реструктуризації авуарів цінних паперів НБУ (інколи, передбачена законами про бюджет), або ж непряма підтримка директивного (адресного) кредитування.²⁰ Хоча такий ризик може виникати в усіх країнах, він може виявитися вищим в країнах з нижчими рівнями врядування. Дійсно, виявляється, що якість врядування грає важливу роль у зміцненні довіри до ІТ (Bordo та Siklos, 2015). В цьому відношенні, ризик зменшення довіри в Україні може бути вищим, ніж в багатьох інших країнах з ринковими економіками, що розвиваються та, які прийняли ІТ. Це є додатковою причиною того, щоб Уряд продовжував поліпшувати врядування, оскільки це сигналізуватиме більшу повагу до правил гри та пруденційної політики і, таким чином, опосередковано позитивно впливати на рівень довіри до НБУ.

14. Економічна структура України та вразливість до шоків також може викликати стурбованість стосовно здатності досягати інфляційні цілі чи утримувати цінову стабільність в якості основної цілі.

Порівняно з іншими країнами, які мають режим ІТ, економічна структура України є більш чутливою до змін/волатильності валютного курсу. Зокрема, вона має більшу частку обмінного курсу в ціні імпортованої продукції і чутливість до цін на сировину, а також, високий рівень доларизації. Крім того, Україна характеризується нижчими рівнями стабільності/розвитку фінансового ринку, включаючи низькі буфери капіталу

стабільність в якості основної цілі.

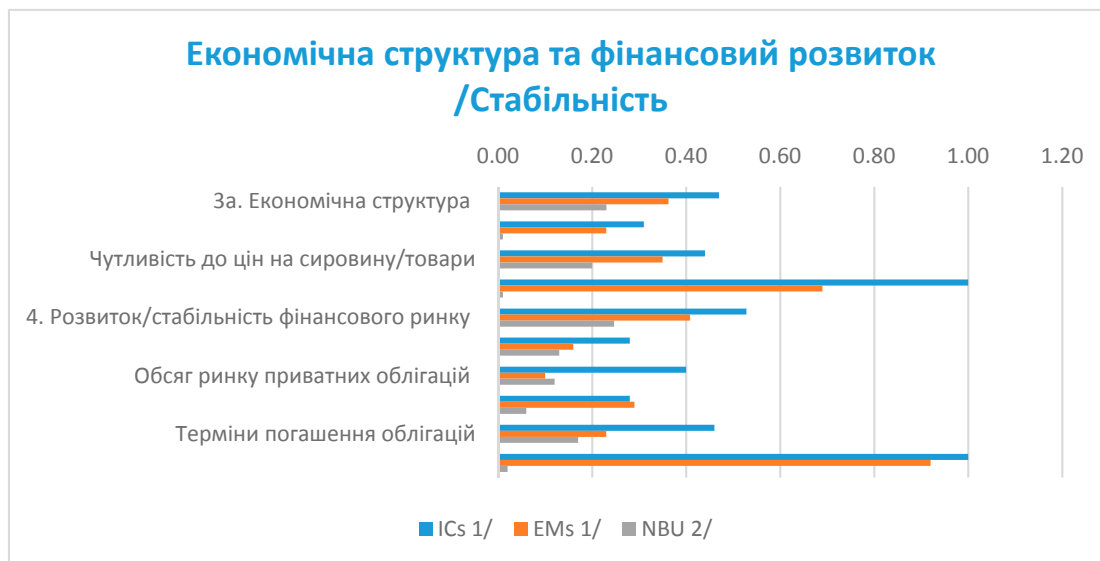
та великі проблемні позики, а також, низьку глибину фінансових активів, (описано нижче), що також робить Україну більш вразливою до шоків, які можуть обмежувати послідовність політики в майбутньому,²¹ створюючи конфлікт між цілями фінансової стабільності та цілями цінової стабільності. Крім того, неліквідні спотові ринки

(продовження на наступній сторінці)

¹⁹ Стандартним аргументом проти використання облігацій, індексованих щодо інфляції, є те, що це може призвести до більш загальної індексації і те, що це погіршує вплив інфляційних шоків; проте, це відбувається завдяки грошово-кредитній та податково-бюджетній політиці, які поєднують зростання грошової маси та дефіцит бюджету (Fisher, 1983; Garcia та Rixtel, 2007).

²⁰ НБУ заборонено надавати позики небанківським установам, проте його можуть закликати дисконтувати /знецінити чи іншим чином монетизувати кредити нефінансовим організаціям.

²¹ Останній фактор подібний до питання фіскального домінування, коли рівні боргу є високими, а вищі реальні процентні ставки призводять до більшої вірогідності дефолту чи запобігання ризику, що, в свою чергу, веде до девальвації валютного курсу та інфляції.



Джерела: МВФ (2006); НБУ; розрахунки персоналу.

Позначення: ICs = ПРК; EMs = НРЕ; NBU = НБУ

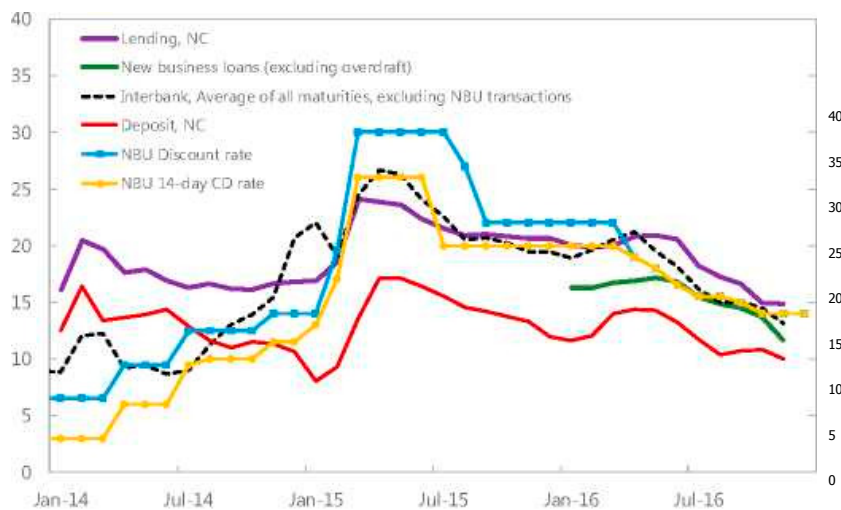
1/ Індикатори показників промислово-розвинутих країн (ПРК), нових ринкових економік (НРЕ) щодо (ІТ) відповідно до звіту МВФ (2006).

2/ На основі останньої самооцінки НБУ (більшість відповідно до Дорожньої карти за березень 2016 р., технічне/інформаційне оновлення питань дослідження для МВФ (2006).

заводять у безвихідь розвиток інструментів хеджування, обмежуючи, таким чином, діапазон можливостей для банків та підприємств хеджувати свої ризики, що, в свою чергу, може зменшити чутливість центральних банків до валютного курсу. Загалом, це може привести країни до того, що вони фактично матимуть дві цілі (інфляція та валютний курс)— або, щонайменше, робитимуть більше наголосу на стабільності обмінного курсу (Leiderman та інші, 2006). Це, в свою чергу, може заплутати ринок та, врешті решт, спричинити конфлікт цілей, зокрема, в ході подальшої лібералізації фінансового рахунку (Vavra, 2015). Для зменшення цих ризиків довіри до ІТ (наприклад, примат цілі цінової стабільності), важливо, щоби існувало потужне пруденційне регулювання та нагляд, щоби банки мали належні буфери та стандарти валютних позик, а також надалі сприяти фінансовому розвитку.

15. Зобов'язання НБУ щодо обов'язкового рівня міжнародних резервів та чітка стратегія валютних інтервенцій (ВІ) також повинні допомогти послабити чи зменшити певне занепокоєння щодо конфлікту цілей.

Облікова ставка НБУ та відсоткові ставки банку



Sources: National Bank of Ukraine and IMF staff calculations.

Джерела: НБУ та розрахунки персоналу МВФ

Достатні міжнародні резерви є рушійним елементом макроекономічної стабільності, а отже і довіри до національної валюти, брак якої може зашкодити інфляційним цілям. Крім того, підтримання макроекономічної стабільності допомагає зменшити доларизацію, і, таким чином, достатні міжнародні резерви можуть допомогти поліпшити трансмісійний механізм. Також, завжди допомагає послідовна стратегія валютної інтервенції з чіткими положеннями про валютний курс як інструмент (Ostry та інші, 2012; Vavra, 2015), наприклад, інтервенція для згладжування надмірної волатильності, не таргетуючи конкретний рівень валютного курсу чи траєкторію. В цьому контексті, прозорість НБУ та його зобов'язання запроваджувати проголошену стратегію валютних інтервенцій мають допомогти підтримувати довіру до режиму ІТ.²²

Трансмісійний механізм

16. Трансмисія змін відсоткових ставок на внутрішній попит може бути обмежена кредитним каналом (каналом банківського кредитування). Починаючи з 2015 р. банківські депозитні та кредитні ставки активніше реагували на зміни процентних ставок НБУ, але не повною мірою. На початку 2016 р., здавалося, що кредитні ставки були більш чутливими до депозитних чи міжбанківських процентних ставок (можливо, відображаючи умови ліквідності або очікування девальвації обмінного курсу)²³, ніж до облікової ставки. Останнє зниження облікових ставок політики з березня 2016 р. передалося на кредитні ставки, хоча і з запізненням (при чому, зниження нової кредитної ставки врешті решт відбулося майже

²² Див: Валютна стратегія НБУ.

²³ Див: Україна, 2013, Стаття IV, Додаток IV—Роль девальваційних очікувань для визначення спреду між процентними ставками національної та іноземної валюти в Україні.

одночасно зі зниженням облікової ставки політики). Це означає, що слабкі баланси деяких банків та великі обсяги проблемних кредитів позик, можливо, не обмежують перенесення відсоткових ставок на відсоткові ставки за кредитами для дисциплінованих позичальників. Проте, рівень доступу до кредитування або ж залежність від банківського кредитування є відносно низьким тоді, коли високі проблемні кредити та слабкі права кредиторів можуть стримувати майбутнє зростання кредитування, обмежуючи, таким чином, вплив змін відсоткових ставок на інвестиції та споживання (сукупний внутрішній попит). Як вже зазначалося в Дорожній карті НБУ, поліпшення в цих сферах залежить від поступу поточних планів рекапіталізації банків та поліпшення системи прав кредиторів, а також, від подальшого посилення регулювання та нагляду.

17. **Трансмісія процентної ставки політики в економіку також може бути обмеженою неглибокими та неліквідними фінансовими ринками (канал ціни активів).** Неліквідні валютний, міжбанківський ринки, та ринок цінних паперів орієнтуються на банки з буферами високої ліквідності, що, також, обмежує кредитне посередництво. Крім того, низькі рівні інших фінансових активів та брак добре вкоріненої кривої дохідності також стримує вплив політики зміни ставок на більш довготермінові відсоткові ставки та інші ціни активів. Нещодавнім позитивним розвитком подій в Україні є повернення на ринок уряду завдяки регулярному випуску гривневих державних цінних паперів, хоча попит та запаси таких цінних паперів все ще залишаються дещо локалізованими.²⁴ Як зазначалося в Дорожній карті НБУ, поступова лібералізація валютних обмежень та більш сприятлива юридична та наглядова база для ринків цінних паперів та деривативів є також необхідними умовами на підтримку майбутнього фінансового розвитку.
18. **Для того, щоб сприяти розвитку міжбанківського ринку в підтримці монетарного трансмісійного механізму, НБУ варто перейти до більш активного управління ліквідністю.** Активніше управління ліквідністю центральним банком створить стимули для міжбанківської торгівлі. В контексті чинної системи монетарних операцій, банкам, які переживають короткостроковий дефіцит ліквідності, або доведеться обмежитися мілким міжбанківським ринком, або брати позики в НБУ під 200 базисних пунктів (бп/bps) вище облікової ставки політики. Хоча, це може бути зроблене на коротші періоди та меншими сумами, чинна система перешкоджає банківським апетитам накопичувати короткострокові позиції на довші терміни навіть, коли частина гравців на ринку можуть брати такі позиції в очікуванні зниження відсоткових ставок. Це повертає ситуацію в минуле, коли міжбанківський ринок залишався в основному одностороннім і з обмеженою активністю. І навпаки, якщо б НБУ почав здійснювати інтервенції на основі щоденного, точного прогнозу ліквідності, включно з напрямком інтервенції, схильність учасників ринку обирати короткі позиції могла б збільшитися, оскільки учасники з короткими позиціями знали б, що (i) вони знайдуть партнерів на ринку, які утримують довгі позиції, або ж, що (ii) НБУ зможе вийти з інтервенцією та надати достатньо ліквідності, щоби вирівняти ринок. Краща співпраця з Міністерством фінансів в питаннях обміну інформацією щодо вчасних якісних прогнозів могла б допомогти НБУ в прогнозуванні ліквідності, що, в свою чергу, допомогло б НБУ перейти до більш активного управління

²⁴ Багато іноземних банків мають ліміти, або ж головні офіси банків забороняють їм тримати українські державні цінні папери.

ліквідністю.

19. З огляду на велику невизначеність ситуації в Україні і собівартість недотримання цілі, НБУ має бути пильним, поступово коригуючи стан монетарної політики.

Враховуючи невизначеність, пов'язану з механізмом трансмісії, значну частку цін на продовольчі товари (пов'язані з товарами споживання) в ІСЦ та важливість мінімізації втрат від недотримання цілей для зміцнення довіри, НБУ варто поступово й надалі знижувати облікову ставку політики, не втрачаючи пильності стосовно можливого впливу шоків пропозиції (Alichi та інші, 2009).²⁵ Поступові зміни дають суб'єкту час пристосуватися—зокрема, банкам, можливо, доведеться корегувати свої ціни та структуру для збереження прибутковості, а також обмежувати волатильність надлишкової ліквідності. Також, з урахуванням того, що історичні дані можуть бути переглянуті, і може знадобитися час, щоби оцінити чи є деякі шоки минущими, чи ні, більш поступові корегування також зможуть мінімізувати помилки політики. І нарешті, але не в останню чергу, видається, що відкладений ефект від змін в позиції монетарної політики також є фактором на користь пильності (а не відтермінування більш жорсткої політики в разі впливу шоків пропозиції на інфляцію).

²⁵ Використання каліброваної моделі, яка уособлює ендогенний внутрішньосистемний процес довіри та функції витрат, яка передбачає витрати при відхиленні інфляції від її цільового показника та виробництва від рівня потенціалу, а також, коливання відсоткових ставок (замість стандартно розрахованої функції реакції), траєкторія мінімізації витрат для цілей низької інфляції є більш поступовими, ніж це могло б бути, якби політика з самого початку викликала 100-відсоткову довіру.

Додаток І. Вдосконалення грошово-кредитної політики та функціональної операційної системи

Блок 1. Поступ в дотриманні основ та технічних вимог системи ІТ з 2014 р.

Розробка процесу перспективного прийняття рішень та посиленого аналізу

- Комітет з монетарної політики -КМП (створений в грудні 2014 р.)
- Більш структурована аналітична інформація (аналітичний цикл)¹ для КМП
- Посилена дослідницька робота та поліпшення прогнозування та аналітичних інструментів (на постійній основі)

Посилення системи монетарних операцій з наголосом на процентних ставках (лютий-квітень 2016 р.)

- Встановлення операційно релевантної єдиної облікової процентної ставки політики (опублікована постанова про встановлення облікової ставки)
- Прив'язка процентних ставок інших центральних банків до ставки політики; звуження коридора (симетрично відносно ставки політики +/- 200 базисних пунктів)
- Оптимізація системи шляхом скорочення кількості інструментів поглинання (наразі лише овернайт (O/N) та 14-денний механізм)

Більша прозорість/краща комунікація

- Регулярні прес-релізи після рішень Правління щодо монетарної політики (з грудня 2014 р.)
- Публікація Інфляційних звітів, які містять прогнози інфляції (перший такий звіт був випущений в березні 2015 р.) та оцінку ризиків, пов'язаних з прогнозом інфляції
- Збільшення кількості інтерв'ю зі старшим керівництвом та комунікація з питань таргетування інфляції²
- Запропоновані нові засади монетарної політики, включно з інфляційними цілями на 2016-20 рр. (серпень 2015 р.)
- Публікація Дорожньої карти переходу до ІТ (березень 2016 р.)
- Публікація стратегії валютних інтервенцій (жовтень 2016 р.)

¹ Див: НБУ «Процес прийняття рішень з монетарної політики (етапи)»

http://www.bank.gov.ua/control/en/publish/article?art_id=21989657.

² Наприклад, червень 2015 р. – презентація «Процесу прийняття рішень з монетарної політики в НБУ»

<https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id = 18190693> а також, вересень 2015 р. – випуск науково-дослідного журналу (Вісник), присвяченого питанням, пов'язаним з ІТ.

Блок 2. Рекомендації за результатами консультацій в контексті Статті IV 2013 р.

Рекомендації

- Підвищення ролі облікової ставки політики НБУ при управлінні ринковими процентними ставками, сприяючи використанню операційного інструменту з процентною ставкою, тісно пов'язаною зі ставкою політики
 - Спочатку встановити систему з двома короткостроковими інструментами (один для поглинання, а інший – для надання ліквідності)
- Ставки щодо обох мають бути встановлені заздалегідь та міцно прив'язаною до облікової ставки політики.
- З часом, інструмент поглинання ліквідності (7- чи 14-денні депозитні сертифікати (ДС)) стає ключовим інструментом, мають регулярно продаватися на аукціоні, у порядку ціноутворення.
 - 7- чи 14-денні РЕПО стають інструментом, що доповнює інструмент надання ліквідності.
 - Інші короткострокові операції та довгострокові операції припиняються.
- Запровадження коридора для короткострокових процентних ставок; коридор має діяти автоматично для платоспроможних банків (без дискримінації, за вимогою)
- Усереднення вимог щодо обов'язкового резервування; спрощена система (уніфіковані ставки для ДС та інших)

Статус/Коментарі

- Впроваджено: 14-денні депозитні сертифікати, пропоновані на щоденній основі, наразі є ключовим інструментом політики (для поглинання ліквідності). У набагато меншій мірі НБУ також надає ліквідність на 14-денній основі через тендери, які проводяться щотижня, крім кожного четвертого тижня, коли ліквідність надається на 28-й день.
- Впроваджено
- Впроваджено

Додаток II. Передумови для інфляційного таргетування

Таблиця 1. Оцінка передумов інфляційного таргетування (IT) перед його прийняттям 1/ відповідно до звіту «Інфляційне таргетування та МВФ (2016 р.)»

Попередні умови та індикатори	Після прийняття		До прийняття		НБУ 2/	Оцінка персоналу та контекст
	ПРК	НРЕ	ПРК	НРЕ		
1. Незалежність Центрального банку (а)	0.79	0.77	0.56	0.61	0.85	В основному дотримано. Поправки до Закону про НБУ 2015 р. підвищили незалежність Ради та Правління та фінансову автономію НБУ. Можна й надалі посилювати незалежність (де-юре та де-факто), і це стосується більшості інших центральних банків з IT після її прийняття (наприклад, станом на 2005 р.).
Операційний мандат	1.00 0.44	0.96 0.62	0.63 0.16	0.81 0.5	1.00 0.50	Конституція визначає основну ціль – стабільність грошової одиниці, проте Закон про НБУ основною ціллю визначає цінову стабільність для досягнення стабільності грошової одиниці, а також визначає інші цілі – фінансову стабільність та стає економічне зростання і підтримку економічної політики уряду, якщо це не загрожує першим двом цілям. Численні цілі також є з характерними для інших центральних банків з IT. <i>Необхідна конституційна поправка, яка б визначала основною ціллю цінову стабільність.</i>
Голова Правління Загалом	1.00 0.72	0.85 0.64	1.00 0.44	0.85 0.26	1.00 0.88	Через конституційні обмеження, призначення Ради не передбачає принцип подвійного вето. Крім того, члени Кабінету Міністрів можуть відвідувати засідання Правління НБУ з правом індикативного голосу (хоча, на практиці вони ці засідання не відвідують). Загалом, НБУ не залежить від офіційних рішень чи дій уряду, повне розуміння прогнозів прибутку НБУ не є зобов'язаним; видається, що бракує цільових показників. <i>Потрібні юридичні поправки для подальшого посилення незалежності Ради та Правління, а також, потрібно сприяти соціальному консенсусу щодо потреби збереження незалежності НБУ та його підзвітності.</i>
2. Відсутність фінансового домінування (а)	0.77	0.65	0.58	0.57	0.30	Частково дотримано. <i>Де-юре</i> , НБУ заборонено фінансувати дефіцит, і він не купував державні цінні папери, окрім визначених програмами «стенд-бай»/EFF, або ж для підтримки банківської ліквідності. В контексті EFF, первинний баланс бюджету має поліпшитися в середньостроковій перспективі. Проте, відносно високі рівні державного боргу можуть викликати занепокоєння щодо тиску суттєво не підняти процентні ставки для дотримання принципів IT. В рамках програми МВФ, цей ризик пом'якшений. <i>Дорожня карта НБУ з переходу до IT передбачає подальшу підтримку уряду/координацію IT</i>
Фінансові зобов'язання	1.00	1.00	0.75	0.77	0.70	Хоча немає прямого зобов'язання фінансувати дефіцит, важко оцінити, чи може це стати прихованим зобов'язанням в часи кризи.
Баланс бюджету	0.78	0.47	0.45	0.48	0.00	В контексті програми EFF, поліпшення може скласти 0.33 в середньостроковій перспективі.
Державний борг	0.54	0.47	0.53	0.47	0.20	
3. Розуміння інфляційних процесів (а)	0.98	0.97	0.74	0.29	0.92	В основному дотримано. НБУ має гарний аналітичний потенціал, і він готувався до IT кілька років. <i>Крім того, Дорожня карта НБУ з переходу до IT передбачає постійне поліпшення (може бути надана ТД), проте питання даних вимагають координації з іншими установами.</i>
Наявність даних	0.94	0.92	0.84	0.63	0.75	Варто посилити Державну службу статистики, яка надає дані щодо ICLL.
Системний процес прогнозування	1.00	1.00	1	0.1	1.00	
Моделі (умовні прогнози)	1.00	1.00	0.38	0.13	1.00	
4. Гнучкість валютного курсу (а) 3/			0.91	0.81	0.75	В основному дотримано. Був класифікований як плаваючий з 2014/2015 рр. (Див: AREARs).
5. Розвиток фін. ринку/здоров'я (b)	0.60	0.48	0.53	0.41	0.25	Частково дотримано /тенденція до поліпшення. Україна та інші нові ринкові економіки (крім слабших щодо валютної незбалансованості і, які виходять з банківської кризи). Фінансові ринки також обмежені кризовими (адміністративними) заходами. <i>НБУ в Дорожній карті прагне координувати свої цілі з урядом для поліпшення законодавчої бази та інфраструктури для ринків цінних паперів найближчим часом; в окремі дорожній карті потрібно розглянути адміністративні заходи, як дозволяють умови.</i>
Коефіцієнт адекватності капіталу банку	1.00	1.00	0.75	0.75	1.00	В минулому коефіцієнт адекватності капіталу був завищений, проте, за програмою EFF, ця галузь рекапіталізується та посилюється.
Розмір фондового ринку	0.44	0.21	0.28	0.16	0.13	
Розмір ринку приватних облигацій	0.31	0.07	0.40	0.10	0.12	
Оборот фондового ринку	0.35	0.22	0.28	0.29	0.06	
Валютна невідповідність банку	1.00	0.96	1.00	0.92	0.00	
Терміни погашення облигацій	0.52	0.43	0.46	0.23	0.17	
6. Попередні зобов'язання (b)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	В основному дотримано, проте потрібно продовжувати поліпшення. Рада НБУ проголосила цілі по інфляції і робить поступ, запроваджуючи Дорожню карту з IT. <i>Проте, Рада НБУ все ще має офіційно прийняти нову систему IT. Сильне зобов'язання Уряду щодо IT могло б бути корисним.</i>

Джерела: МВФ, 2006; НБУ; персонал МВФ.

1/ Оцінки промислово розвинутих країн (ПРК) та країн з новими ринковими економіками (НРЕ) щодо IT центральних банків відповідно до звіту МВФ (2006 р.), Таблиця II.4. Вони є індикативними щодо передумов. Найкращі практики оцінені 1. N.A. означає, що не було прямої оцінки в роботах МВФ (2006) чи в інших дослідженнях IT. Загальний бал передумов є простою середньою величиною індикаторів, якщо наводиться більше, ніж один індикатор.

2/ На основі останньої самооцінки НБУ (більшість відповідно до Дорожньої карти від березня 2016, з оновленими даними та технічними питаннями) в контексті опитування для МВФ (2006 р.).

3/ Ця передумова не була оцінена МВФ (2006 р.). В даному звіті ми наводимо бал на основі AREARs (різні випуски), де режим вільного плавання - 1, режим керованого плавання - 0.75, режим повзаочної прив'язки з коридором - 0.5, коридор повзаочного валютного курсу - 0.25 і прив'язка - 0. Курс НБУ класифікується як плаваючий відповідно до нової класифікації AREAR (чинна – 2009 р.), таким чином, ми оцінюємо це як 0.75 (так само, як і колишній «керований», який вже не використовується в класифікації і означає «плаваючий»).

Бібліографія

Alichi, Ali, Huigang Chen, Kevin Clinton, Charles Freedman, Marianne Johnson, Ondra Kamenik, Turgut Kizjnbay, and Douglas Laxton, 2009, "Inflation Targeting Under Imperfect Policy Credibility," IMF Working Paper No. 09/94 (Washington: International Monetary Fund).

Blanchard, Olivier, 2004, "Fiscal Dominance and Inflation Targeting: Lessons from Brazil," NBER Working Paper No. 10389 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

Bordo, Michael D., and Pierre Siklos, 2015, "Central Bank Credibility: An Historical and Quantitative Exploration," NBER Working Paper No. 20824 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

Bordo, Michael D., and Pierre L. Siklos, 2016, "Central Bank Credibility Before and After the Crisis," *Open Economic Review* (August).

Combes, Jean-Louis, Xavier Debrun, Alexandru Minea and Rene Tapsoba, 2014, "Inflation Targeting and Fiscal Rules: Do Interactions and Sequencing Matter?" IMF Working Paper No. 14/89 (Washington: International Monetary Fund).

Fisher, Stanley, 1983, "Indexing and Inflation," NBER Working Paper No. 670 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

Freedman, Charles, and Douglas Laxton, 2009, "IT Framework Design Parameters," IMF Working Paper No. 09/87 (Washington: International Monetary Fund).

Garcia, Juan Angel, and Adrian van Rixtel, 2007, "Inflation-Linked Bonds from a Central Bank Perspective," ECB Occasional Paper No. 62 (Frankfurt: European Central Bank).

Gill Hammond, 2012, "State of the Art of Inflation Targeting," Handbook No. 29, Centre for Central Banking Studies (London: Bank of England).

International Monetary Fund, *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions* (Washington, various years).

International Monetary Fund, 2005a, "Chapter 4: Does Inflation Targeting Work in Emerging Markets?" *World Economic Outlook* (Washington).

International Monetary Fund, 2005b, "Ukraine: Staff Report for the 2005 Article IV Consultation," IMF Country Report No. 05/415 (Washington).

International Monetary Fund, 2006, "Inflation Targeting and the IMF," Policy Papers (Washington).

International Monetary Fund, 2007, "Ukraine: Staff Report for the 2006 Article IV Consultation," IMF Country Report No. 07/50 (Washington).

International Monetary Fund, 2008, "Ukraine: Staff Report for the 2008 Article IV Consultation," IMF Country Report No. 08/227 (Washington)

International Monetary Fund, 2010, "Ukraine: Request for Stand-By Arrangement and Cancellation of

Current Arrangement Staff Report," IMF Country Report No. 10/262 (Washington).

International Monetary Fund, 2012, "Ukraine: Staff Report for the 2012 Article IV Consultation," IMF Country Report No. 12/315 (Washington).

International Monetary Fund, 2013, "Ukraine: Staff Report for the 2013 Article IV Consultation and First Program Monitoring," IMF Country Report No. 14/145 (Washington).

International Monetary Fund, 2014, "Ukraine: Request for a Stand-By Arrangement," IMF Country Report No. 14/106 (Washington).

International Monetary Fund, 2015, "Ukraine: Request for Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility and Cancellation of Stand-By Arrangement," IMF Country Report No. 15/69 (Washington).

Leiderman, Leonardo, Rodolfo Maino and Eric Parado, 2006, "Inflation Targeting in Dollarized Economies," IMF Working Paper No. 06/157 (Washington: International Monetary Fund).

National Bank of Ukraine, 2005, Monetary Policy Guidelines (Kyiv).

National Bank of Ukraine, Annual Report (Kyiv, various years).

National Bank of Ukraine, 2016, *Roadmap for the Journey to Inflation Targeting in Ukraine, 16 March 2016* (Kyiv). <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=29066931>

Masson, Paul R., Miguel A. Savastano and Sunil Sharma, 1997, "The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries," IMF Working Paper No. 97/130 (Washington: International Monetary Fund).

Mishkin, Frederic S., and Miguel A. Savastano, 2001, "Monetary Policy Strategies for Latin America," *Journal of Development Economics* (October).

Nikolaychuk, Sergiy, 2015, "Using Macroeconomic Models for Monetary Policy in Ukraine," *Visnyk of the National Bank of Ukraine* (September).

Ostry, Jonathan D., Atish R. Ghosh, and Marcos Chamon, 2012, "Two Targets, Two Instruments: Monetary and Exchange Rate Policies in Emerging Market Economies," IMF Staff Discussions Note No. 12/01 (Washington: International Monetary Fund).

Sherwin, Murray, 2000, "Strategic Choices in Inflation Targeting: The New Zealand Experience," *Reserve Bank of New Zealand Bulletin*, Vol. 63 (December).

Vavra, David, 2015, "Inflation Targeting Experience: Lessons for Ukraine," *Visnyk of the National Bank of Ukraine* (September).