

Т.Г. Савченко (Українська академія банківської справи  
Національного банку України, м. Суми, Україна)

## МЕТОДОЛОГІЧНІ ПІДХОДИ ДО РОЗРОБКИ МОНЕТАРНОГО ПРАВИЛА В УКРАЇНІ

*У статті досліджено наукові підходи до впровадження правила монетарної політики в Україні. Визначено етапи розробки монетарного правила й обґрунтовано базову форму монетарного правила для України.*

**Ключові слова:** правила монетарної політики, центральний банк, грошово-кредитна політика.

Табл. 2. Рис. 3. Літ. 22.

Т.Г. Савченко (Украинская академия банковского дела  
Национального банка Украины, г. Сумы, Украина)

## МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ПОДХОДЫ К РАЗРАБОТКЕ МОНЕТАРНОГО ПРАВИЛА В УКРАИНЕ

*В статье исследованы научные подходы к внедрению правила монетарной политики в Украине. Определены этапы разработки монетарного правила и обоснована базовая форма монетарного правила для Украины.*

**Ключевые слова:** правила монетарной политики, центральный банк, денежно-кредитная политика.

T.G. Savchenko (Ukrainian Academy of Banking of  
the National Bank of Ukraine, Sumy, Ukraine)

## METHODOLOGICAL APPROACHES TO DEVELOPMENT OF MONETARY RULE IN UKRAINE

*The article studies the scientific approaches to introduction of monetary rule in Ukraine. Stages in the development of monetary rule are determined, and the basic form of monetary rule for Ukraine is grounded.*

**Keywords:** monetary policy rules; central bank; monetary policy.

**Постановка проблеми.** Монетарні правила активно розробляються та застосовуються центральними банками більшості країн з розвинутою ринковою економікою. Однак до моменту формального переходу України влітку 2010 р. (після внесення відповідних змін до Закону України «Про Національний банк України» [1]) до режиму інфляційного таргетування проблема розробки монетарного правила могла розглядатись лише у теоретичній площині. Після внесення зазначених змін у нормативні акти та підписання Меморандуму з МВФ [22] України засвідчила стратегічну орієнтацію на реформування своєї монетарної політики у напрямку впровадження режиму інфляційного таргетування. Таким чином, проблема розробки монетарного правила набула практичного значення й характеризується істотним рівнем актуальності.

**Аналіз останніх досліджень.** Найбільш відомим правилом монетарної політики, яке знайшло широке практичне застосування у діяльності більшості центральних банків розвинених країн з ринковою економікою, є правило Тейлора. Дане правило було вперше сформульовано Дж. Тейлором у 1993 р. [19]. У своїх подальших працях [20; 21] Дж. Тейлор продовжив дослідження методичних підходів до розробки й застосування монетарних правил. Інші зару-

біжні дослідники у другій половині 90-х років ХХ ст. та на початку ХХІ ст. також активно вивчали напрямки розробки й удосконалення монетарних правил [16–18].

**Мета дослідження** полягає у дослідженні етапів розробки правила монетарної політики. Зокрема, найбільшу увагу приділено обґрунтуванню базової форми монетарного правила.

**Основні результати дослідження.** З метою формалізації процесу розробки монетарного правила нами запропоновано структурно-логічну модель (рис. 1). Як видно з рис. 1, спочатку передбачається дослідження режиму монетарного устрою. Після підтвердження доцільності розробки монетарного правила доцільно перейти до реалізації етапів його розробки. Можна виділити три ключові етапи розробки правила монетарної політики: 1) вибір базової форми правила; 2) визначення рівноважних значень параметрів, що включаються у правило; 3) оцінювання параметрів і коефіцієнтів, що включені у правило. Другий і третій етапи детально розглядатимуться у подальших дослідженнях. У даній роботі варто зосередитись на обґрунтуванні базової форми правила монетарної політики.

Основною проблемою при визначенні базової форми монетарного правила є вибір ключового інструменту політики, для якого розробляється правило. Результати вивчення міжнародного досвіду дають підстави для висновку щодо переважного застосування монетарних правил для визначення базової відсоткової ставки центрального банку [12]. Однак Дж. Тейлор [19–21] та інші зарубіжні науковці зазначають, що при недостатньо ефективній роботі відсоткового каналу трансмісійного механізму монетарне правило може розроблятися для визначення рівноважної (оптимальної) динаміки грошових агрегатів.

Представники НБУ у своїх дослідженнях [2; 7; 13] постійно наголошують на недостатній ефективності відсоткового каналу трансмісійного механізму в Україні. Неефективність проявляється у відсутності реакції (або реакції зі значними лагами, що унеможливають ефективне застосування відсоткової політики) ставок гуртових і роздрібних сегментів грошового ринку на зміну базових ставок НБУ.

Працівники Національного банку України, за результатами аналізу відсоткового каналу трансмісійного механізму, прийшли до висновку, що офіційні ставки НБУ (облікова й середньозважена за всіма інструментами рефінансування) не здійснюють суттєвого впливу на ставки міжбанківського ринку [8, 66; 9, 224]. Дослідники роблять висновок щодо обмежених можливостей НБУ впливати на інфляцію через інструменти відсоткової політики. Таким чином, розробка монетарного правила для базової процентної ставки, на поточному етапі розвитку монетарної політики НБУ, видається недоцільною.

Потрібно зазначити, що у 2001 р. було затверджено тимчасове положення «Про визначення Національним банком процентних ставок за своїми операціями» [2]. Пунктом 1.8 розділу II даного документа визначався порядок розрахунку Національним банком облікової ставки. Формула розрахунку даної ставки являє собою класичне монетарне правило Тейлора із незначною модифікацією.

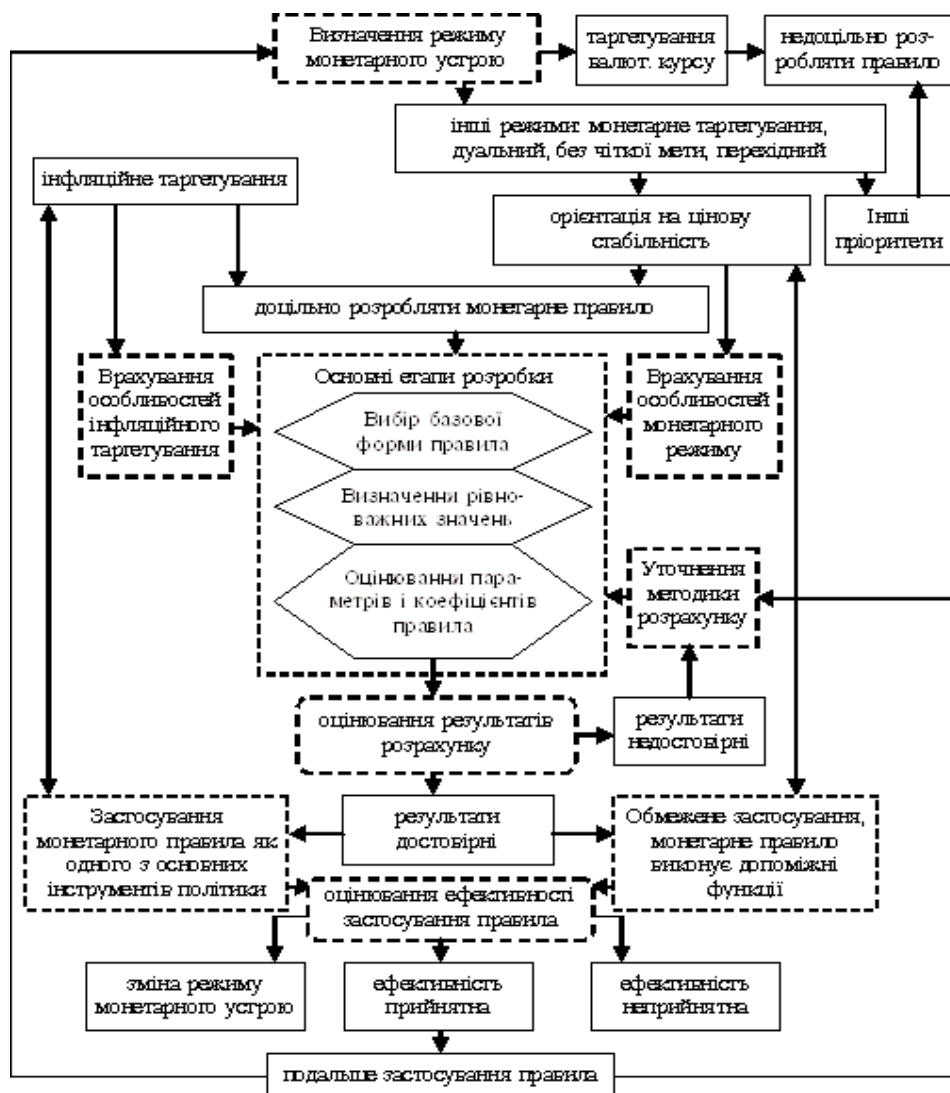


Рис. 1. Структурно-логічна модель розробки правила монетарної політики, авторська розробка

Однак у 2001–2004 рр. були відсутні відповідні умови для впровадження монетарного режиму, спрямованого на підтримку цінової стабільності. За визнанням представників НБУ [11, 2–3], протягом вказаного періоду застосовувався режим керованого плаваючого курсу з прив'язкою до долара США. Як наслідок, монетарне правило не могло ефективно застосовуватись у межах даного монетарного режиму. Дану гіпотезу підтверджує аналіз динаміки ставок грошового ринку протягом періоду дії монетарного правила (рис. 2). На рис. 2 наведено динаміку основних відсоткових ставок грошового ринку України: облікової ставки НБУ; середньозваженої ставки НБУ за всіма інструментами рефінансування; середньозваженої ставки за всіма видами міжбанківських

кредитів у національній валюті; середньозваженої ставки за кредитами, наданими у національній валюті.

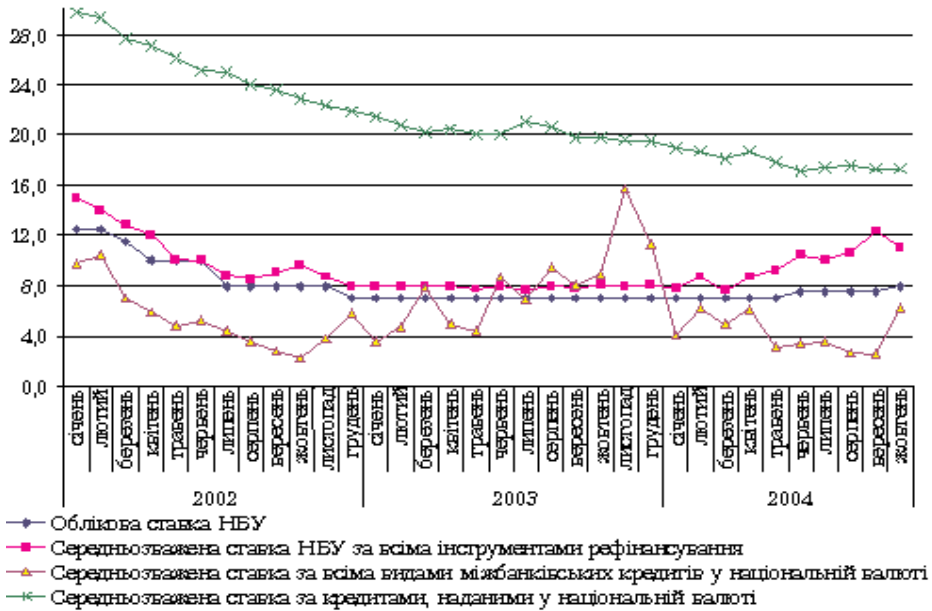


Рис. 2. Динаміка ставок грошового ринку протягом 2002–2004 років, структуровано на основі даних [13]

Як видно з рис. 2, спостерігалася практично нульова ефективність застосування відсоткового правила політики. Протягом 39 місяців дії даного правила облікова ставка НБУ змінювалась лише 9 разів, причому протягом 2002–2004 рр. лише 5 разів (протягом 2003 р. взагалі не змінювалась). Рис. 2 ілюструє наявність значних спредів й різнонаправлену динаміку між обліковою ставкою та ставками міжбанківського ринку. Таким чином, протягом досліджуваного періоду (як і протягом наступних років) спостерігався розрив у передачі монетарних імпульсів у межах відсоткового каналу трансмісійного механізму України. Як наслідок, відсоткова політика НБУ істотно не впливала на динаміку ставок гуртового та роздрібного сегментів грошового ринку.

Низьку ефективність розглянутого відсоткового правила підтверджує факт скасування тимчасового положення Постановою НБУ №389 від 18.08.2004 [3]. Цією ж постановою було затверджено нове положення «Про процентну політику Національного банку України», однак у ньому розглянуте правило вже не використовувалось. Таким чином, облікова ставка та відсоткова політика НБУ мають мінімальні можливості впливу на ставки грошового ринку, та як, наслідок, не відігравали істотної ролі при реалізації монетарної політики НБУ протягом 2001–2010 років.

Враховуючи зазначене вище, доцільно на поточному етапі розвитку монетарної політики в Україні розробляти монетарне правило для грошових агрегатів. Потрібно підкреслити, що в пункті 14 Меморандуму України з МВФ [22] зазначається, що в мірі відновлення фінансової системи України та підвищен-

ня ефективності механізмів трансмісії монетарна політика поступово переорієнтовуватиметься на використання відсоткової ставки як основного інструменту монетарної політики. Таким чином, у середньостроковій перспективі можливо будуть сформовані передумови для розробки правила монетарної політики для базової ставки.

Досліджуючи передумови розробки для України правила політики, яке визначатиме рівноважну динаміку монетарних агрегатів, слід зазначити, що за будь-якого монетарного режиму проміжною метою монетарної політики переважно виступають грошові агрегати. Даний підхід ґрунтується на рівнянні обміну, сформульованому І. Фішером [14], яке відображає зв'язок між грошовою масою та швидкістю її обігу, з одного боку, та динамікою реального ВВП і ціновою динамікою – з іншого. Таким чином, зв'язок між грошовою масою та ціновою динамікою вважається фундаментальним законом монетаризму і не потребує подальшого дослідження. На врахуванні даного зв'язку ґрунтується правило монетарної політики для грошових агрегатів, запропоноване Б. Мак-Каламом [17; 18].

Незважаючи на фундаментальний характер зв'язку між грошовою масою та рівнем цін, в економіці існує багато чинників, які визначають силу, напрямки і форму даного зв'язку. До зазначених чинників можна віднести: рівень монетизації, швидкість обігу грошей, рівень доларизації, структура каналів емісії грошової маси, попит на гроші, частка готівки у структурі грошової маси тощо. Розглянемо динаміку деяких показників, що впливають на параметри взаємозв'язку грошової маси та цінової динаміки (табл. 1).

Для оцінки монетизації, відповідно до методики, запропонованої П. Матвієнком [7], було розраховано співвідношення агрегату М3 до номінального ВВП за відповідний рік. Швидкість обігу грошей в економіці оцінювалась на основі підходу, використаного у монографічному дослідженні М.І. Макаренка [6, 247]. За результатами розрахунку показників, наведених у табл. 1, а також аналізу їх динаміки протягом 2002–2010 рр., нами визначено декілька важливих аспектів, що істотно впливають на зв'язок грошової маси та цінової динаміки.

По-перше, досліджено вплив показників, що забезпечили абсорбцію переважної частки зростання грошової маси протягом 2002–2006 рр. та обумовили істотне послаблення її впливу на цінову динаміку. О. Яременко [15, 125], розглядаючи особливості розвитку монетарних процесів протягом перших років виходу економіки України на стабільну траєкторію зростання (2001–2003 рр.), наголошує на особливостях впливу росту грошової маси у 2003 р. на цінову динаміку. За 2003 р. грошова маса (М3) зросла на 49%, що було одним із найбільших показників протягом 2001–2010 рр. (табл. 1). З іншого боку, ріст споживчих цін і дефлятор ВВП становили близько 108%, що є прийнятним рівнем для країн з перехідною економікою. Дослідник вказує, що така ситуація пояснюється поглинанням переважного обсягу приросту грошової маси суб'єктами господарювання й фізичними особами, які утримались від її витрачання у звітному періоді. Зазначена тенденція проявилась у зростанні рівня монетизації (від 28,3% до 35,6%), істотному зменшенні швидкості обігу грошей (приблизно на 18%), а також у суттєвому зростанні інвестиції в основний капітал в наступному періоді (табл. 1).

Таблиця 1. Основні показники, що визначають характер зв'язку між динамікою грошової маси і рівнем цін у економіці України\*

№	Показник	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
1	грошовий агрегат М3 на кінець періоду, млн грн.	63896	95043	125801	194071	261063	396156	515727	487298	597872
2	коєфіцієнт росту М3	-	1,49	1,32	1,54	1,35	1,52	1,30	0,94	1,23
3	грошовий агрегат М3, середній за період, млн грн.	54828	78917	113744	157616	218704	314474	451316	472678	537017
4	швидкість обігу грошей (11/3)	4,12	3,39	3,03	2,80	2,49	2,29	2,10	1,93	2,04
5	коєфіцієнт росту швидкості обігу грошей	-	0,82	0,90	0,92	0,89	0,92	0,92	0,92	1,05
6	грошова база, млн грн.	30808	40089	53763	82760	97214	141901	186671	194965	225692
7	коєфіцієнт росту грошової бази	-	1,30	1,34	1,54	1,17	1,46	1,32	1,04	1,16
8	грошовий мультиплікатор (1/6)	2,07	2,37	2,34	2,34	2,69	2,79	2,76	2,50	2,65
9	грошовий агрегат М0 на кінець періоду, млн грн.	26434	33119	42345	60231	74984	111119	154759	157029	182990
10	частка грошей у грошовій масі, (9/1), %	41,4	34,8	33,7	31,0	28,7	28,0	30,0	32,2	30,6
11	номінований ВВП, млн грн.	225810	267344	345113	441452	544153	720731	948056	913345	1094607
12	рівень монетизації, (1/11), %	28,3	35,6	36,5	44,0	48,0	55,0	54,4	53,4	54,6
13	коєфіцієнт росту монетизації	-	1,26	1,03	1,21	1,09	1,15	0,99	0,98	1,02
14	дефлятор ВВП	105,1	108,0	115,1	124,5	114,8	122,7	128,6	113,0	115,0
15	реальний ВВП, млн грн.	214653	247541	299638	354580	474001	587593	737213	808270	951832
16	коєфіцієнт росту реальної ВВП	-	1,10	1,12	1,03	1,07	1,08	1,02	0,85	1,04
17	індекс споживчих цін, %	99,4	108,2	112,3	110,3	111,6	116,6	122,3	112,3	109,1
18	інвестиції у основний капітал, млн грн.	37178	51011	73714	93096	125254	168486	233081	151777	171092
19	темпи зростання інвестицій, %	-	37,2	48,4	23,0	34,5	50,5	23,7	-34,9	12,7
20	офіційні резерви іноземної валюти, млн. дол. США	4469	6943	971478	19390,6	22358	32479	31543	26505	34576
21	коєфіцієнт росту офіційних резервів	-	1,55	1,40	2,00	1,15	1,45	0,97	0,84	1,30

\* Власні розрахунки на основі даних [13].

Крім того, частина приросту грошової маси була поглинена зростанням реального ВВП на 10%. Лише порівняно незначна частина емітованої грошової маси потрапила на товарні ринки і спричинила зростання цін на 8%. Таким чином, до основних компенсаторів зростання грошової маси, які забезпечують її абсорбацію та створюють передумови для безінфляційного зростання пропозиції грошей, можна віднести: зростання рівня монетизації до його рівноважного значення, зменшення швидкості обігу грошей до певного рівноважного рівня, а також зростання реального ВВП. Останні два чинника також безпосередньо впливають із рівняння обміну Фішера. На рис. 3 проілюстровано динаміку основних показників інфляції, наведено показники росту грошової маси, а також зазначено динаміку розглянутих вище компенсаторів.

Слід зауважити, що для більшості періодів протягом 2003–2006 рр. розглянуті вище компенсатори забезпечували часткове нівелювання істотного зростання грошової маси, забезпечуючи прийнятну динаміку індексу споживчих цін. У 2007 р. абсорбуючий вплив компенсаторів був менш потужним. Протягом 2008–2010 рр. розглянуті компенсатори не діяли, що обумовило зростання цін більшими темпами, ніж зростання грошової маси.

Звісно, що зміна тенденцій у 2008–2009 рр. обумовлювалась впливом світової й національної фінансових криз, а особливості розвитку грошового ринку у 2010 р. обумовлювались посткризовими чинниками розвитку фінансових та економічних відносин. Однак, у контексті нашого аналізу більш цікавим є факт зменшення абсорбуючого впливу росту монетизації та зменшення швидкості грошей за результатами 2007 року. Даний факт дає підстави стверджувати, що для поточних умов функціонування національного господарства рівноважні рівні монетизації та швидкості обігу грошей знаходиться приблизно у межах 48%–55% та 2,3–2,5 обертів відповідно (табл. 1).

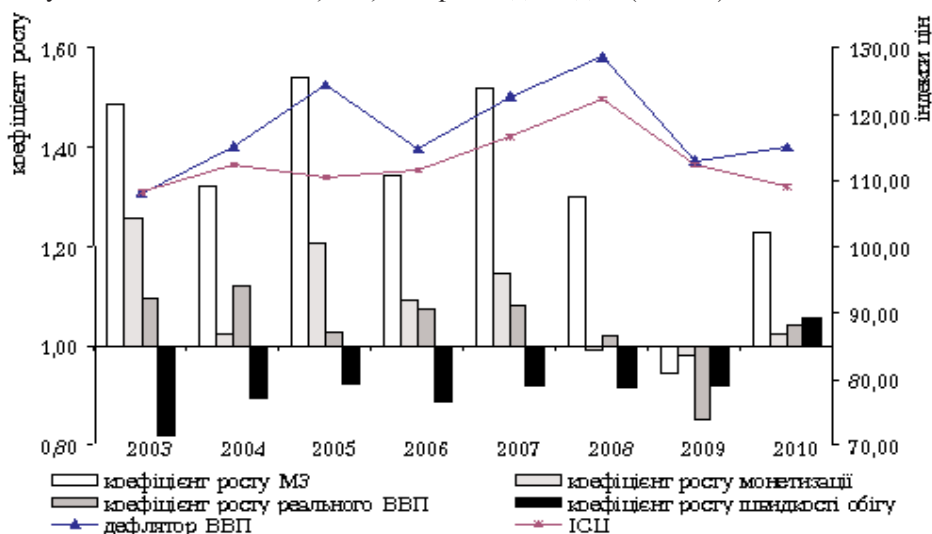


Рис. 3. Динаміка індексів цін і показників, що характеризують формування і використання грошової маси, протягом 2003–2010 років, структуровано на основі даних [13]

Про можливість поступового досягнення рівноважного значення монетизації в Україні та відновлення більш тісного зв'язку між зростанням грошової маси й ціновою динамікою також йдеться у працях інших науковців [11, 7; 15, 125]. Б.Б. Дунаєв прийшов до висновку щодо досягнення банківської системою України рівноважного стану у 2006 р., що підтверджує наші висновки про рівноважні рівні монетизації та швидкості обігу грошей [5].

На підтвердження наших висновків можна також навести положення праці В.І. Мунтіяна [10, 243–244], який зазначає, що критерієм економічної безпеки для України є рівень монетизація 40%, тоді як у розвинених країнах цей показник переважно коливається у межах 60–90%. Також автор наголошував на необхідності прийняття заходів для стимулювання зниження швидкості обігу грошей: у 2001 р. значення даного показника в Україні становило понад 5 обертів на рік, у той час як у розвинених країнах прийнятним є коливання швидкості обігу грошей у межах 1–2 обертів на рік.

За результатами 2010 р. рівень монетизації становив 54,6%, а швидкість обігу грошей – 2,04. Це дає змогу зробити висновок про обмежений подальший вплив даних показників на абсорбацію зростання грошової маси. Однак не виключено посилення впливу інших чинників (насамперед стерилізація грошової маси засобами монетарної політики НБУ та високий урожай сільськогосподарської продукції), які забезпечать абсорбацію зростаючого обсягу грошової маси й дозволять досягти цільових орієнтирів інфляції у 2011 році.

По-друге, досліджено взаємозв'язок між динамікою грошової маси та офіційними резервами НБУ. За результатами аналізу можна зробити висновок щодо подібності динаміки офіційних резервів і показників росту грошової маси й грошової бази протягом досліджуваного періоду. Отже, інтервенції на валютному ринку України були основним каналом емісії грошової маси протягом 2003–2010 років. Як зазначається у праці В. Гейця [4, 47–49], купівля валюти на міжбанківському валютному ринку України по суті була єдиним каналом емісії протягом 1999–2001 років. Таким чином, даний канал емісії грошових коштів має пріоритетне значення протягом останніх 12 років.

Слід зазначити, що така структура емісії грошових коштів мала істотні переваги в умовах фактичного таргетування валютного курсу та первинного накопичення офіційних резервів. Однак, після перегляду у 2010 р. пріоритетів монетарної політики у напрямку забезпечення цінової стабільності та практичного відновлення до кризового рівня резервів Національному банку України доцільно посилити диверсифікацію каналів емісії грошової маси для прив'язки її динаміки до внутрішньоекономічних чинників.

По-третє, аналіз показників, наведених у табл. 1 та на рис. 3, дає підстави говорити про досить складну форму зв'язку між динамікою грошової маси та ціновою динамікою. Даний зв'язок значною мірою обумовлюється ефективністю функціонування окремих каналів трансмісійного механізму в Україні. Проблеми дослідження каналів трансмісії монетарних імпульсів, зокрема в аспекті впливу грошової маси на цінову динаміку, присвячено науковій праці як фахівців НБУ [9; 8], так і праці інших вчених [6]. Не зупиняючись на досить ґрунтовно вивчених проблемах функціонування каналів трансмісійного меха-



нізму, наведемо емпіричні результати оцінки взаємозв'язку росту грошової маси й цінової динаміки у посткризових умовах.

У табл. 2 наведено парні коефіцієнти кореляції грошової бази, агрегату М1 та агрегату М3 з індексом споживчих цін і базовим індексом споживчих цін. Відразу зазначимо, що не виявлено істотних прямих зв'язків між динамікою показників грошової маси й динамікою споживчих цін. Зворотні зв'язки нами не враховуються, оскільки суперечать ключовим теоретичним концепціям монетаризму.

Таблиця 2. Парні коефіцієнти кореляції показників грошової маси з індексами споживчих цін у 2009–2011 роках\*

Врахування лагів	Грошова база	Агрегат М1	Агрегат М3
Індекс споживчих цін			
без лагу	-0,246	-0,273	-0,167
лаг 1 місяць	-0,293	-0,094	-0,241
лаг 2 місяці	0,039	0,021	-0,002
лаг 3 місяці	<b>0,175</b>	-0,075	0,001
лаг 4 місяці	-0,231	-0,072	-0,105
лаг 5 місяців	-0,065	<b>0,205</b>	<b>0,169</b>
лаг 6 місяців	0,135	0,030	0,128
Базовий індекс споживчих цін			
без лагу	-0,314	-0,709	-0,587
лаг 1 місяць	-0,547	-0,467	-0,638
лаг 2 місяці	-0,108	0,097	-0,186
лаг 3 місяці	<b>0,356</b>	0,044	0,092
лаг 4 місяці	-0,033	-0,012	-0,095
лаг 5 місяців	0,119	<b>0,168</b>	<b>0,255</b>
лаг 6 місяців	0,056	-0,179	0,082

\* власні розрахунки на основі даних [13].

Слабкий прямиий зв'язок із ціновою динамікою виявлено: для грошової бази із лагом 3 місяця, причому він суттєво посилюється для базової інфляції; для агрегату М1 із лагом 5 місяців; для агрегату М3 із лагом 5 місяців. Враховуючи кількість спостережень, статистично значимим на рівні 0,05 є лише зв'язок між грошовою базою та базовим індексом інфляції з лагом 3 місяці.

Таким чином, проведене дослідження дає змогу стверджувати, що зв'язок між динамікою грошової маси та рівнем споживчих цін є досить складним і потребує подальших досліджень на основі включення до аналізу інших чинників. Можна зазначити, що правило монетарної політики в поточних умовах перехідного монетарного устрою України доцільно розробляти для грошової бази. Причому у дане правило повинен включатись базовий індекс споживчих цін з урахуванням лагу 3 місяці. За потреби правило політики також може розроблятися для монетарних агрегатів М1 та М3 з урахуванням лагу 5 місяців для розглянутих індикаторів цінової динаміки.

На другому етапі розробки монетарного правила відбувається визначення рівноважних значень параметрів, що включені до формули розрахунку (рис. 1). Монетарні правила включають такі види рівноважних параметрів: рівноважна відсоткова ставка, рівноважний валютний курс, рівноважний (потенційний) ВВП, рівноважний рівень інфляції. Причому дані показники можуть включатись у рівняння як у явному вигляді, так і використовуватись для розрахунку відхилень рівноважних значень від фактичних показників. Для ви-

значення наведених вище рівноважних значень параметрів монетарних правил переважно застосовується фільтр Ходріка-Прескота [20]. Порядку застосування даного фільтру для визначення рівноважних макроекономічних показників економіки України буде присвячене окреме дослідження.

На третьому етапі розробки монетарного правила уточнюється порядок включення параметрів у монетарне правило та проводиться визначення коефіцієнтів за даних параметрів (рис. 1). Існує два підходи до визначення параметрів й оцінювання коефіцієнтів монетарних правил. Перший підхід передбачає формування системи рівнянь, що описують трансмісійний механізм монетарної політики. Монетарне правило використовується як складова даної моделі, його коефіцієнти та параметри будуть формуватись у контексті процесу розробки й застосування моделі в цілому. У такому випадку зазначають, що монетарне правило застосовується центральним банком імпліцитно (у неявному вигляді) як одне з рівнянь моделі.

Другий підхід ґрунтується на розробці багатофакторної регресії, що пов'язуватиме ключовий параметр монетарної політики, для якого розробляється правило (базову ставку або певний грошовий агрегат) із певними макроекономічними показниками (інфляція, ВВП, обмінний курс, швидкість обігу грошей). Причому ключовий параметр виступатиме результативною ознакою, а макроекономічні показники — факторними ознаками. Практичні аспекти розробки монетарного правила стануть предметом наших подальших досліджень.

**Висновки.** Отже, у статті проаналізовано етапи розробки монетарних правил на основі дослідження зарубіжного досвіду формування та застосування правил монетарної політики, а також враховуючи результати аналізу ефективності відсоткової політики НБУ, обґрунтовано доцільність вибору як базової форми для України правила монетарної політики, запропонованого Б. МакКаламом [17; 18]. Досліджено зв'язок між грошовою масою та рівнем цін у національній економіці. Визначено й охарактеризовано певні параметри, які можуть включатись у правило монетарної політики для України.

1. Про Національний банк України: Закон України від 20.05.1999 №679-XIV // zakon1.rada.gov.ua.

2. Про визначення Національним банком України процентних ставок за своїми операціями: тимчасове положення: Постанова Правління Національного банку України від 27.04.2001р. №183 // zakon1.rada.gov.ua.

3. Про процентну політику Національного банку України: Постанова Правління Національного банку України від 18.08.2004 р. № 389 // zakon1.rada.gov.ua.

4. *Гець В.М.* Економічна динаміка та монетарна політика // Стратегія монетарної політики: проблеми вибору та застосування: Матеріали наукової конференції. — К., 2002. — С. 25–52.

5. *Дунаев Б.* Государственное регулирование банковского равновесия // Финансовые риски. — 2008. — №3–4. — С. 69–78.

6. *Макаренко М.І.* Бюджетно-монетарне регулювання цін у перехідній економіці України. — К.: Знання України, 2002. — 304 с.

7. *Матвієнко П.* Монетизація економіки України: реальний рівень та проблеми його визначення // Вісник Національного банку України.— 2003.— №1.— С. 29–32.

8. *Мищенко В.І., Сомик А.В., Лисенко Р.С.* Особливості дії трансмісійного механізму грошово-кредитної політики в умовах кризи. — К.: Центр наукових досліджень НБУ, УАБС НБУ, 2010. — 96 с.

9. Монетарна політика Національного банку України: сучасний стан та перспективи змін / За ред. В.С. Стельмаха. — К.: Центр наукових досліджень НБУ, УБС НБУ, 2009. — 404 с.

10. Мунтіян В.І. Монетарна політика в контексті економічної безпеки // Стратегія монетарної політики: проблеми вибору та застосування: Матеріали науково-практичної конференції. – К., 2002. – С. 240–246.
11. Проблеми вибору та визначення оптимальної моделі монетарного устрою в Україні // Вісник Національного банку України. – 2003. – №7. – С. 2–7.
12. Савченко Т.Г. Монетарні правила: досвід розробки та застосування // Фінансово-кредитна діяльність: проблеми теорії та практики: Зб. наук. праць. – Вип. 2. – Харків: Харківський інститут банківської справи Університету банківської справи НБУ, 2011. – С. 11–19.
13. Статистична інформація офіційного сайту НБУ // [www.bank.gov.ua](http://www.bank.gov.ua).
14. Фишер И. Покупательная сила денег. – М.: Дело, 2001. – 198 с.
15. Яременко О.Л. Особливості монетарних процесів в Україні в 2001–2003 роках // Монетарна політика в умовах економічного зростання: Матеріали науково-практичної конференції. – К., 2004. – С. 125–129.
16. Amos, P. (2009). Exchange rate targeting in an estimated small open economy // University of North Carolina at Chapel Hill, April 21.
17. McCallum, B.T. (1988). Robustness Properties of a Rule for Monetary Policy. Carnegie Rochester Conference on Public Policy, 29: 173–203.
18. McCallum, B.T., Nelson, E. (1999). Performance of Operational Policy Rules in an Estimated Semiclassical Structural Model // University of Chicago Press, January // [www.nber.org](http://www.nber.org).
19. Taylor, J.B. (1993). Discretion versus policy rules in practice. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 39: 195–214.
20. Taylor, J.B. (1999). A Historical Analysis of Monetary Policy Rules // University of Chicago Press, January // [www.nber.org](http://www.nber.org).
21. Taylor, J.B. (2009). Getting Off Track: How Government Actions and Interventions Caused, Prolonged, and Worsened the Financial Crisis. Hoover Institution Press.
22. Ukraine: letter of intent and memorandum of economic and financial policies // [www.imf.org](http://www.imf.org).

Стаття надійшла до редакції 30.01.2012.