



<https://doi.org/10.15407/economyukr.2020.06.003>  
УДК 336.71 336.74  
JEL: E42, E52, E58

**Б.М. ДАНИЛИШИН**, д-р екон. наук,  
академік НАН України, завідувач кафедри,  
ДВНЗ «Київський національний економічний університет  
імені Вадима Гетьмана»,  
просп. Перемоги, 54/1, 03057, Київ, Україна,  
e-mail: Bohdan.Danylyshyn@bank.gov.ua,  
ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-4058-1191>

**І.В. БОГДАН**, канд. екон. наук, с. н. с.,  
e-mail: ibohdan@ukr.net,  
ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-1752-0198>

**Т.П. БОГДАН**, д-р екон. наук,  
завідувачка відділу державних фінансів,  
ГО Growford Institute,  
вул. Велика Васильківська, 9/2, оф. 30, 01004, Київ, Україна,  
e-mail: tetiana.bogdan@gmail.com,  
ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-6133-5336>

## МОДЕРНІЗАЦІЯ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ УКРАЇНИ В КОНТЕКСТІ СТАБІЛІЗАЦІЇ ЕКОНОМІКИ ТА ПОСТКРИЗОВОГО ЗРОСТАННЯ

*Ідентифіковано ключові проблеми монетарного регулювання національної економіки у 2017—2020 рр. Акцентовано увагу на проблемах збалансованості цілей монетарної політики і мандата центрального банку. Обчислено індекс жорсткості монетарних умов в Україні та проведено його порівняльний аналіз з країнами Східної Європи. Запропоновано необхідні зміни законодавчого регулювання діяльності НБУ, включаючи питання його нового мандата. Розроблено набір антикризових інструментів монетарної політики і банківського регулювання з урахуванням наявного світового досвіду та поточних ризиків у реальному секторі та фінансовій сфері України.*

**Ключові слова:** монетарна політика; економічна криза; таргетування; банківське регулювання; стабілізація економіки.

Ц и т у в а н н я: Данилишин Б.М., Богдан І.В., Богдан Т.П. Модернізація монетарної політики України в контексті стабілізації економіки та посткризового зростання. *Економіка України*. 2020. № 6. С. 03—19. <https://doi.org/10.15407/economyukr.2020.06.003>

У І кварталі 2020 р. багато країн світу зіткнулися з масштабною кризою охорони здоров'я, руйнуванням економічних зв'язків, реверсом потоків іноземного капіталу, скороченням зовнішнього попиту і колапсом цін на сировинні товари. Глобальна економіка увійшла в стадію рецесії, яка, на думку багатьох експертів, стане найбільш жорсткою з 1930-х років. МВФ прогнозує на 2020 р. падіння економік розвинутих країн на 6,1%, а світової економіки в цілому — на 3%<sup>1</sup>.

Закриття робочих місць і зниження мобільності людей руйнують ланцюжки постачання та знижують продуктивність праці. Масові звільнення, скорочення доходів і зростаюча невизначеність спонукають людей витрачати менше і підштовхують до подальшого закриття бізнесів. Внутрішні економічні негаразди перекидаються на торговельних партнерів, що мультиплікує негативні ефекти у світовому масштабі.

Центральні банки багатьох країн світу для протидії погіршенню умов фінансування і підтримки кредитного процесу вживали рішучих дій щодо зниження процентних ставок, викупу активів на ринку і надання ліквідності фінансовим установам. Представники центральних банків наголошують на тому, що їх головним завданням у надзвичайний період є попередження зупинення банківського кредитування економіки, що може призвести до масових банкрутств і закриття виробництв.

Натомість реакція Національного банку України на кризові події мала переважно форму не монетарних стимулів, а незначного послаблення монетарного стиснення для економіки. Так, економіка України вже протягом кількох років функціонує в умовах подвійної жорсткості — монетарних і кредитних умов — і, станом на квітень 2020 р., продовжує залишатись абсолютним лідером серед країн Східної Європи як за рівнем реальної ключової процентної ставки (7,7%), так і за динамікою зміцнення реального обмінного курсу (25% за три роки: з квітня 2017 до квітня 2020 р.). Зміцнення курсу викликане припливом переважно спекулятивного капіталу в державні цінні папери (ОВДП). З іншого боку, умови банківського кредитування (у тому числі вимоги до оцінки кредитних ризиків) залишаються консервативно жорсткими, а антикризові заходи НБУ з початку кризи 2020 р. спрямовувалися в основному на відтермінування пожорсткішання пруденційних вимог (щодо додаткових буферів капіталу, стрес-тестування тощо). Банки, як і раніше, змушені закладати у вартість кредитів вартість не тільки вхідних ресурсів, але й капіталу, що «заморожується» банками.

З урахуванням окреслених проблем, **мета статті** — розкрити глибинні проблеми у функціонуванні монетарної сфери України, обґрунтувати стратегічні напрями трансформації діяльності Національного банку України та необхідні зміни в дизайні монетарної політики, спрямовані на відновлення економіки і стимулювання її зростання у довгостроковій перспективі, визначити тактичні заходи монетарної політики в період економічної кризи і безпрецедентного впливу на Україну зовнішніх шоків.

<sup>1</sup> World Economic Outlook / International Monetary Fund, April 2020. — P. 24 [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2020/04/14/weo-april-2020>

## ПОТОЧНІ ПРОБЛЕМИ МОНЕТАРНОЇ СФЕРИ ТА ОЦІНКА ЖОРСТКОСТІ МОНЕТАРНИХ УМОВ В УКРАЇНІ

У період кризи коронавірусу критично загострилася проблема дефіциту ліквідності в реальному секторі та секторі державних фінансів, тоді як у банківській сфері спостерігається надлишкова ліквідність. Диспропорції міжсекторного розподілу грошово-кредитних ресурсів доповнюються диспаритетами дохідності (прибутковості) різних секторів економіки. Реальний сектор, природно, має вищий рівень ризику, ніж фінансовий. Відповідно, щоб економічна система в середньо- та довгостроковій перспективі мала стійкі темпи зростання, потрібно, щоб дохідність у реальному секторі була вищою за дохідність у фінансовому.

В усіх ринково розвинутих економіках темпи зростання номінального ВВП були і залишаються істотно вищими за ключові ставки їх центральних банків і, як правило, вищими за середні ставки банківських кредитів нефінансовим корпораціям. Такий стан речей гарантує, що обсяги економічної діяльності (генерованих економікою доходів) дозволять обслуговувати і погашати накопичені борги без створення загроз для платоспроможності економічних суб'єктів — позичальників банківських ресурсів.

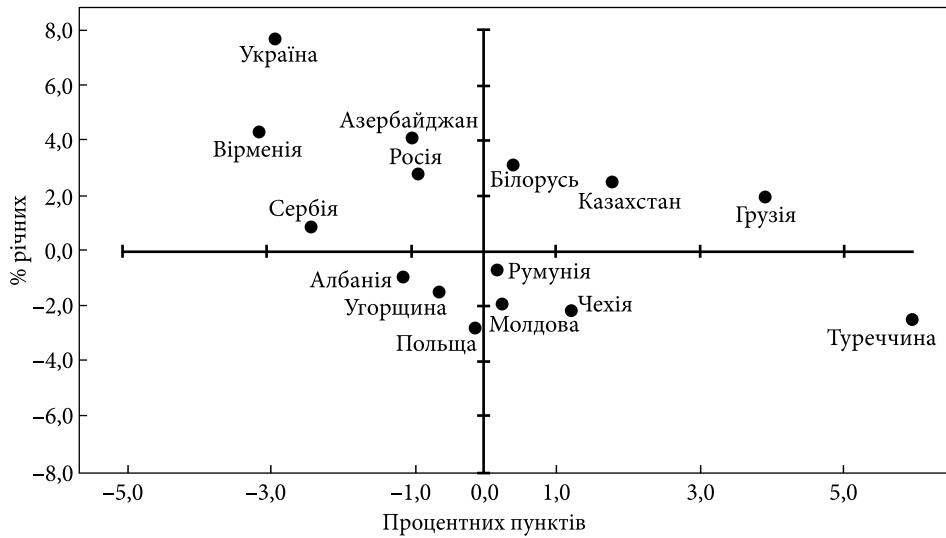
В Україні ж у 2020 р. маємо ситуацію, коли прогнозний темп зростання номінального ВВП становить мінус 0,1%, а безумовна дохідність банків за пасивними операціями вкладання коштів у депозитні сертифікати НБУ — 8,6% річних (середньорічний прогноз облікової ставки НБУ<sup>2</sup>). Отже, ставка дохідності за пасивними операціями банків значно перевищує темпи зростання номінальних доходів реального сектору, що надає хибні стимули економічним суб'єктам, призводить до непродуктивного перетікання капіталу в банківський сектор і загрожує порушенням фінансової стійкості економіки. Ознакою останнього є те, що у квітні 2020 р., коли вся реальна економіка показала від'ємний фінансовий результат діяльності, прибуток банків зріс на 77% порівняно з квітнем 2019 р.

За ступенем жорсткості монетарних умов — ставкою процента та міцністю національної валюти — Україна вже тривалий час є регіональним лідером. Так, станом на квітень 2020 р. середня реальна ключова ставка в країнах Східної Європи, що не є членами ЄС, становила 1,5%, а в Україні — 7,7% річних, притому що інфляція в Україні, починаючи ще з осені 2019 р., знаходиться нижче цільового діапазону (рис. 1).

У міжнародній практиці загальноприйнятим показником для оцінки жорсткості монетарних умов є індекс реальних монетарних умов (Real Monetary Condition Index — RМCI)<sup>3</sup>, який розраховується на основі показників реального ефективного обмінного курсу (РЕОК) та реальної процентної ставки. Остання як одна з його складових відображає привабливість інвестицій у реальний сектор національної економіки з точки зору витратнос-

<sup>2</sup> Інфляційний звіт : Національний банк України, квітень 2020 [Електронний ресурс]. — Режим доступу : [https://bank.gov.ua/admin\\_uploads/article/IR\\_2020-Q2.pdf?v=4](https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/IR_2020-Q2.pdf?v=4)

<sup>3</sup> Monetary conditions index / European Commission [Електронний ресурс]. — Режим доступу : [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/indicators-statistics/economic-databases/monetary-conditions-index\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/indicators-statistics/economic-databases/monetary-conditions-index_en)



**Рис. 1.** Відхилення інфляції від таргету (вісь  $OX$ ) та реальна ключова процентна ставка ЦБ (вісь  $OY$ ) країн Східної Європи у квітні 2020 р.  
*Джерело:* складено авторами за даними МВФ, НБУ та сайтів центральних банків відповідних країн.

ті гривневих кредитних ресурсів. Інша складова — РЕОК — впливає на цінову конкурентоспроможність українських товаровиробників на внутрішніх та зовнішніх ринках порівняно з іноземними виробниками.

Для розрахунку  $RMCI$  використано формулу

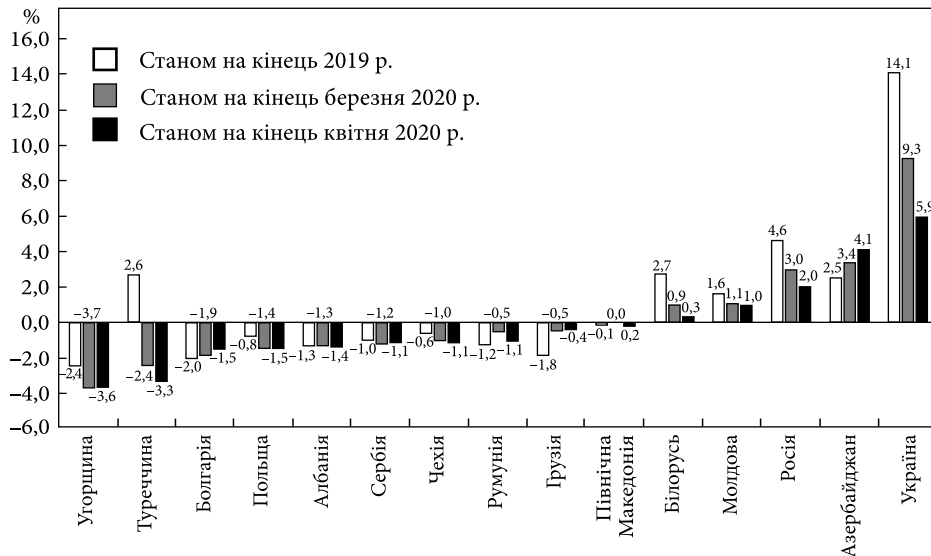
$$RMCI_t = \alpha \cdot \left( \frac{NI_t + 1}{CPI_t} \right) + (1 - \alpha) \cdot \left( \frac{REER_t}{REER_{t-12}} \right),$$

де  $NI$  — ключова процентна ставка центрального банку (% річних);  $CPI$  — індекс споживчих цін порівняно з відповідним місяцем попереднього року;  $REER$  — реальний ефективний обмінний курс національної валюти;  $\alpha$  — питома вага ключової ставки в загальному індексі монетарних умов.

Нами проведено помісячні розрахунки  $RMCI$  України та інших країн Східної Європи на основі даних НБУ, Державної служби статистики України, МВФ та національних центральних банків. Для цього коефіцієнт  $\alpha$  для України та інших країн з ринками, що формуються, які не є членами ЄС, обрано на рівні 0,5; для країн з ринками, що формуються, які є членами ЄС, — на рівні 0,67 (або 2/3); для розвинутих країн світу — 0,83. Єврокомісія при розрахунку  $RMCI$  країн Єврозони використовує значення 0,83.

За результатами розрахунків встановлено, що монетарні умови в Україні протягом 2018—2019 рр. були надзвичайно жорсткими, а деяке їх пом'якшення у 2020 р. трохи зменшило наявні розриви, однак не змінило ситуації принципово (рис. 2).

Нинішній розрив жорсткості монетарних умов України відносно середнього значення 15 країн Східної Європи становить понад 6 процентних пунктів. Якщо в інших країнах Східної Європи протягом 2018—2019 рр.



**Рис. 2.** Індекс жорсткості реальних монетарних умов (плинна середня за три місяці)  
 Джерело тут і для табл: розраховано авторами за: International Financial Statistics / IMF [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://data.imf.org/?sk=4c514d48-b6ba-49ed-8ab9-52b0c1a0179b&slid=1409151240976>

спостерігався тренд на пом'якшення монетарних умов (найбільше — в Албанії, Сербії, Грузії, Болгарії), то в Україні жорсткість монетарних умов, навпаки, зросла на понад 15 процентних пунктів як за каналом процентної ставки, так і за каналом обмінного курсу. Лише з початком кризи монетарні умови України почали пом'якшуватися.

Встановлено, що в Україні період жорсткості монетарних умов (17 місяців) був одним з найдовших в історичній ретроспективі країн Східної Європи, починаючи з 2004 р. За цим показником ми поступилися тільки Сербії (табл.).

Нині, коли інші країни світу у відповідь на виклики кризи коронавірусу значно послабили монетарні умови, Україна так і залишилася регіональним лідером за їх жорсткістю. Тому вжиті НБУ заходи не дають бажаного ефекту, не створюють достатніх стимулів для активізації банківського кредитуван-

**Найбільш тривалі періоди жорсткості монетарних умов**

Країни	Тривалість періоду (міс.)	Початок періоду	Закінчення періоду	Середній рівень RMCI (%)
Туреччина	9	07.2005	03.2006	9,7
Росія	9	12.2016	08.2017	13,1
Туреччина	10	06.2007	03.2008	10,5
Азербайджан	10	11.2008	08.2009	11,1
Молдова	14	05.2008	06.2009	13,2
<b>Україна</b>	<b>17</b>	<b>11.2018</b>	<b>03.2020</b>	<b>11,2</b>
Сербія	25	09.2006	09.2008	11,9

Примітка: до уваги взято часові періоди, коли RMCI перевищував 7,5%.

ня економіки і не мають суттєвого впливу на цінову конкурентоспроможність українських виробників. За підсумками квітня 2020 р., обсяг кредитування економіки в річному вимірі скоротився на 4,3%; рівень же кредитування залишається нижчим від 15% ВВП (без непрацюючих кредитів).

В Україні складається парадоксальна ситуація, коли реальний сектор і державні фінанси гостро відчувають дефіцит ліквідності, а НБУ продовжує мобілізувати з банків «зайву» ліквідність: щоденний обсяг депозитних сертифікатів (ДС) не опускається нижче 130 млрд. грн., у складі процентних доходів зростає частка «пасивних» процентів за ДС, сягаючи вже 13%, що більше ніж удвічі перевищує рівень попередніх років. Із 75 діючих банків 15 сформувавши понад 30% своїх процентних доходів за рахунок безризикових вкладень у ДС. Продовження нинішнього статус-кво загрожує інтенсивним (і непродуктивним) перетіканням обмежених ресурсів економіки в банківську систему, виникненням макрофінансових розривів і порушенням фінансової стійкості економіки.

Криза коронавірусу для багатьох країн світу відкрила нові можливості. У країнах ЄС, зважаючи на рекордно низькі процентні ставки, активно зростає кредитування підприємств, підвищується рівень монетизації економіки. Тому відсутність кредитної активності в національній економіці загрожує поглибленням розриву в рівні життя між Україною та розвинутими країнами світу.

*Об'єктивною вимогою часу для України є пом'якшення монетарної політики та стимулювання банків до направлення їх ресурсів на розширення кредитування й активний пошук перспективних інвестиційних проєктів.* Однак вирішення цих завдань неможливе без удосконалення законодавчих засад діяльності НБУ і кардинальних змін у дизайні монетарної політики.

## РОЗШИРЕННЯ МАНДАТА ЦБ І АЛЬТЕРНАТИВНІ РЕЖИМИ МОНЕТАРНОГО РЕГУЛЮВАННЯ

Нинішня ситуація в економіці України, яка ще до початку кризи 2020 р. характеризувалася повільним зростанням ВВП, падінням промислового виробництва, високим безробіттям, масовою трудовою міграцією в поєднанні з «достроковим виконанням» цілей НБУ щодо інфляції, підтверджує думку відомих економістів про ризики застосування режиму інфляційного таргетування (ІТ) в умовах економік з ринками, що формуються, і необхідність розробки збалансованих підходів до планування монетарної політики. На цьому наголошували, зокрема, Дж. Стігліц [1], Г. Епштайн [2], Дж. О'Ніл [3], Д. Дебортолі та інші [4].

Відповідно до Конституції України, основною функцією НБУ є забезпечення стабільності грошової одиниці України. Ст. 6 Закону України «Про Національний банк України» визначено, що при виконанні своєї основної функції Національний банк має виходити із пріоритетності досягнення та підтримки **цінової стабільності** в державі. Крім того, Національний банк у межах своїх повноважень сприяє **фінансовій стабільності**, в тому числі стабільності банківської системи. Згідно із законом, Національний банк також сприяє додержанню **стійких темпів економічного зростання** та підтримує

економічну політику Кабінету Міністрів України за умови, що це не перешкоджає досягненню вищезазначених цілей<sup>4</sup>.

Таким чином, законодавством України встановлено таку ієрархію цілей діяльності НБУ: I) цінова стабільність; II) фінансова стабільність; III) стійкі темпи економічного зростання.

Наслідуючи формальній логіці, НБУ зосередив свою діяльність виключно на меті досягнення цінової стабільності, приділяючи цілям економічного зростання мінімальну увагу. Такий висновок підтверджується аналізом модельного апарату, який застосовує НБУ.

Для прийняття рішень з монетарної політики НБУ використовує методичний інструментарій у вигляді квартальної прогнозу моделі (КПМ) (Quarterly Prediction Model) [5]. Виходячи з оприлюднених параметрів даної моделі, НБУ встановив цільові значення таких ключових показників:

- інфляція — 5% на рік;
- зростання потенційного ВВП — 4% на рік;
- зростання рівноважного РЕОК — мінус 1% за рік;
- нейтральна реальна процентна ставка — 3% річних;
- зміна умов торгівлі — 0%.

Як бачимо, середньострокову ціль щодо потенційного ВВП визначено НБУ як 4% щорічного приросту, що, очевидно, є дуже низьким значенням з огляду як на невисокий рівень життя в Україні, так і на докризові прогнози зростання реального ВВП у країнах з ринками, що формуються (4,8% за прогнозом МВФ<sup>5</sup>).

Однак найбільш красномовно про ігнорування НБУ цілей зростання ВВП свідчать параметри «рівняння монетарної політики» моделі КПМ:

$$i_t = \gamma_1 i_{t-1} + (1 - \gamma_1)(\bar{r}_t + E(\pi_{t+1})) + \gamma_2 (E(\pi_{t+1}) - \pi_{t+1}^T) + \gamma_3 \hat{y}_t + \varepsilon_t,$$

де  $i$  — облікова ставка НБУ (% річних);  $\bar{r}$  — реальна нейтральна ставка (% річних);  $E(\pi)$  — очікувана інфляція (%);  $\hat{y}$  — розрив між фактичним та потенційним ВВП (%);  $\gamma_1, \gamma_2, \gamma_3$  — коефіцієнти при відповідних змінних;  $\varepsilon_t$  — шоки монетарної політики.

Про пріоритетність інфляційної цілі над метою зростання ВВП можна говорити, порівнявши 2 (коефіцієнт розриву інфляції) та 3 (коефіцієнт розриву ВВП).

Виходячи з оприлюднених НБУ даних, у моделі КПМ коефіцієнт  $\gamma_2 = 2$ , а коефіцієнт  $\gamma_3 = 0,4$ , тобто передавальний ефект зміни процентної ставки має позначатися на змінах реального ВВП з п'ятикратним зменшенням порівняно із змінами інфляції! Це означає, що *при розробці монетарної політики НБУ надає п'ятикратну перевагу цілі стабілізації інфляції над метою забезпечення стійких темпів економічного зростання.*

Привертає увагу ще й такий аспект. У монетарній теорії застосовується поняття «коефіцієнт жертвності» (sacrifice ratio), який відображає частку приросту ВВП, що приноситься «в жертву» зниженню інфляції при

<sup>4</sup> Про Національний банк України : Закон України від 23.05.2020 (остання редакція) № 679-ХІV [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/679-14>

<sup>5</sup> World Economic Outlook / International Monetary Fund, October 2019 [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2019/10/01/world-economic-outlook-october-2019>

підвищенні процентної ставки. У межах «рівняння інфляції» моделі КПМ НБУ застосовує відразу дві змінні, коефіцієнти при яких відображають «коефіцієнт жертовності» економіки — ВВП та заробітну плату. В цілому «коефіцієнт жертовності» знаходиться нижче середнього рівня значень, рекомендованих МВФ<sup>6</sup>. Отже, для досягнення бажаних темпів інфляції з використанням інструментарію процентної ставки в Україні треба «принести в жертву» набагато більшу частку економічного зростання, ніж у розвинутих країнах з трансмісійними механізмами монетарної політики, які добре функціонують.

Бласне, незважаючи на доволі низьку національну ефективність трансмісійного механізму (що впливає з параметрів «рівняння інфляції» моделі КПМ), НБУ продовжував максимально жорстко експлуатувати канали облікової ставки та обмінного курсу для доведення інфляції до цільового рівня (що впливає з «рівняння монетарної політики» моделі КПМ). Мету було досягнуто, темпи інфляції у 2019 р. становили 4,2%, але це не тільки загальмувало економічне зростання, але й призвело до втрати частини економічного потенціалу країни.

***Результатом недостатньої уваги НБУ до цілі досягнення стійких темпів економічного зростання стало критичне розбалансування економічної системи України, що проявилось у низькому рівні кредитування економіки, падінні промислового виробництва, погіршенні фінансової стійкості державних фінансів, гігантських масштабах трудової міграції тощо.***

Про системні вади режиму інфляційного таргетування неодноразово писав нобелівський лауреат Дж. Стігліц. Він указував на те, що теоретичне підґрунтя ІТ є дуже слабким: немає причин вважати, що адекватною реакцією на зростання інфляції, незалежно від її походження, є підвищення процентних ставок. У 2007—2008 рр., коли зросли світові ціни на пальне і продовольство, країни, що розвиваються, вимушено зазнали інфляційних сплесків. Підвищення процентних ставок у таких умовах майже не впливає на ціни вказаних груп товарів, однак воно може звузити сукупний попит і загальмувати зростання економіки. У цілому Дж. Стігліц показав, що функціонування режиму ІТ має своїм наслідком слабку економіку і високе безробіття, які тільки ускладнюють завдання виживання бідних країн у турбулентному світі [1].

Альтернативою режиму ІТ міг би бути подвійний мандат центрального банку з рівнозначною відповідальністю за досягнення інфляційного таргету і таргету щодо реального ВВП або рівня зайнятості. Можливим варіантом є також таргетування приросту номінального ВВП як індикатора, що поєднує зміну реального ВВП і середньорічну інфляцію.

Г. Епштайн у своєму дослідженні зазначає, що в період після Другої світової війни багато нині успішних індустріальних країн і країн, що розвиваються, визначали головну ціль діяльності своїх центральних банків як сприяння економічному розвитку або максимальній зайнятості. Це допомогло їм

<sup>6</sup> Monetary Policy Analysis and Forecasting : Матеріали онлайн-курсу МВФ [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://www.edx.org/course/monetary-policy-analysis-and-forecasting>



досягти економічного процвітання. На противагу цьому, пріоритезація інфляційної цілі, на думку вченого, приносить бідним країнам сумні результати: досягнення цілей стабілізації цін та пригнічення економічної активності не транспонуються в підвищення темпів економічного зростання і досягнення цілей розвитку [2].

Колишній Голова Казначейства Великої Британії Дж. О'Нілл зазначав, що поширення режиму ІТ мало своїм наслідком стабільно низькі темпи інфляції, повільне економічне зростання і поглиблення економічної нерівності в Японії протягом останніх 20 років і в західних країнах з 2008 р. [3]. З огляду на існування таких проблем, деякі країни відмовилися від впровадження режиму ІТ або поступово модифікували його у подвійний мандат центральних банків.

Нині подвійні цілі діяльності центральних банків відображені в законодавствах США, Австралії, Нової Зеландії, Канади. Так, мандат ФРС США визначено як сприяння максимальній зайнятості в контексті цінової стабільності. Конгресом США встановлено три ключові цілі монетарної політики: максимізація зайнятості, стабілізація цін і доведення до помірному рівня довгострокових процентних ставок.

Мандат Банку Нової Зеландії сформульовано таким чином: «Досягнення і забезпечення стабільності цін у середньостроковій перспективі та підтримання максимального рівня сталої зайнятості»<sup>7</sup>. Мандат Банку Канади передбачає забезпечення економічного та фінансового добробуту Канади. Політика центрального банку Австралії скеровується на стабільність національної валюти, гарантування максимальної зайнятості населення та економічного процвітання і благополуччя народу.

Сьогодні, у період безпрецедентної економічної кризи, центральні банки застосовують масштабні монетарні стимули для підтримки своїх економік (які можуть іти врозріз з їх довгостроковими цілями щодо рівня споживчої інфляції). Однак після подолання значних проявів економічної кризи питання недосконалої режиму таргетування інфляції постане з особливою гостротою. Так, Дж. О'Нілл обґрунтовує, що встановлення таргету у вигляді темпів приросту номінального ВВП (наприклад, для Великої Британії) та підпорядкування даній цілі монетарної політики Банку Англії може надати значний поштовх для відновлення і динамічного зростання економіки. Прихильники режиму таргетування номінального ВВП зазначають, що ціль (таргет) споживчої інфляції, на досягнення якої спрямовується діяльність центральних банків, є занадто вузькою (малозначущою) для суспільства, інтересам якого мали б служити центральні банки [3].

Таргетування номінального ВВП у дослідженнях розглядається як можливий наступник режиму інфляційного таргетування, що має ряд переваг для країн, які розвиваються, зокрема, у контексті поєднання кращої здатності до поглинання шоків пропозиції та умов торгівлі через розподіл їх наслідків між інфляцією та реальним ВВП із збереженням переваг «заякорених» очікувань економічних агентів у відповідності з правилами політики [6].

<sup>7</sup> Reserve Bank of New Zealand. About Us [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://www.rbnz.govt.nz/about-us>

Емпіричне дослідження Х. Чена показало, що з точки зору стабілізації економіки таргетування зростання номінального ВВП має переваги порівняно з монетарними режимами, що спираються на правило Тейлора (різними модифікаціями інфляційного таргетування), зокрема, у тому, що дозволяє знизити волатильність інфляції на 25%, а коливання рівнів випуску та споживання — на 27%. У контексті забезпечення соціального добробуту серед протестованих режимів таргетування зростання номінального ВВП показало найкращі результати, а інфляційне таргетування — найгірші [7].

Б. Андерссон і К. Клауссен зазначають, що таргетування темпів зростання номінального ВВП, або номінальних доходів, спонукає центральний банк орієнтуватися на стабілізацію інфляції у тандемі із стабілізацією реального випуску. Такий режим, на відміну від ІТ, дозволяє йому також більш виважено реагувати на шоки пропозиції, які руйнують реальну економіку і призводять до зростання цін (наприклад, шоки цін на енергоносії). Автори виділяють і такі позитивні аспекти нового режиму, як формування позитивних очікувань економічних агентів і зниження ризиків фінансової системи. Стабільні й передбачувані темпи номінальних доходів позитивно впливають на добробут домашніх господарств [8].

К. Вілкінс на прикладі Банку Канади показала, що режим ІТ, який діяв у країні 25 років, у майбутньому вже не матиме вагомого позитивного впливу на добробут, як це мало місце у минулому. Одна з причин таких змін — падіння нейтральної процентної ставки, що зменшує ефективність процентної політики як антикризового інструменту. Таргетування рівня чи темпів приросту номінального ВВП є альтернативою режиму ІТ, яка за сутністю є близькою до подвійного мандата центрального банку (стабілізації рівня цін і випуску). Вона пише про такі переваги режиму таргетування номінального ВВП, як гнучкість при виникненні проблеми вибору між утриманням низьких цін чи підтримкою економічної активності, а також про можливість агресивного застосування монетарних інструментів стабілізації під час кризи [9].

*Отже, у даний час Україна об'єктивно постала перед необхідністю зміни законодавчих рамок діяльності НБУ (в тому числі його мандата), наповнення монетарної політики сучасними інструментами та її переорієнтації на підтримку реальної економіки. Корисною альтернативою режиму ІТ може бути таргетування номінального ВВП як комбінації цільового рівня інфляції та цільового значення приросту реального ВВП.*

## АНТИКРИЗОВИЙ ІНСТРУМЕНТАРІЙ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ

У період кризи коронавірусу центральні банки багатьох країн світу для протидії погіршенню умов фінансування і підтримки потоку кредитних ресурсів у реальну економіку вживали рішучих дій, спрямованих на зниження процентних ставок, викуп активів, підтримку ліквідності фінансових установ тощо.

Центральні банки, за висловом МВФ, зайняли першу лінію оборони в боротьбі за збереження економіки і фінансового сектору<sup>8</sup>. Їх діяльність зосереджувалася на таких основних напрямках:

- по-перше, центральні банки 13 з-поміж 29 країн (які мають системно важливі фінансові установи у світовому масштабі) знизили ключові процентні ставки на 50—150 базисних пунктів (б. п.), а також поновили програми викупу активів, які мали на меті зниження довгострокових процентних ставок і попередження зростання вартості довгострокового фінансування для фірм і домашніх господарств;
- по-друге, більшість центральних банків надавали додаткову ліквідність своїм банкам, у тому числі й на основі зниження нормативів резервування, перегляду вимог щодо застави, збільшення обсягів і строковості операцій РЕПО. Деякі центральні банки також розпочали чи посилили чинні програми надання фінансової підтримки банкам;
- по-третє, деякі центральні банки погодилися збільшити надання доларової ліквідності через свопові угоди.

Б. Данилишин та І. Богдан [10] запропонували систему заходів антикризового регулювання для України в частині ключових засад макроекономічної політики та політики банківського регулювання. У даній статті увагу зосереджено на стабілізаційних заходах монетарної політики, спрямованих на підтримку кредитування реального сектору економіки та уникнення колапсу фінансової системи.

Для протидії економічній кризі в Україні НБУ вже реалізував такі кроки: знижено облікову ставку до 8% річних (насправді цей «захід» було заплановано ще до кризи), відтерміновано впровадження більш жорстких нормативів банківського регулювання, дещо збільшено рівень підтримки ліквідності банків й підвищено строковість короткострокових кредитів рефінансування, а також відновлено тендери з надання довгострокового рефінансування банкам терміном до п'яти років.

Але, порівнюючи заходи монетарної політики України з пакетами монетарних стимулів в інших країнах світу, маємо констатувати їх неадекватність гострим викликам, з якими стикнулася національна економіка. Так, ресурси рефінансування не мають належної віддачі, оскільки кредитування економіки перебуває в коматозному стані; НБУ так і не переглянув надзвичайно жорсткі вимоги до формування резервів під кредитні ризики; НБУ проголосив категоричну неприйнятність програм викупу активів на вторинному ринку, включаючи державні облігації.

У даний час існує гостра потреба в запровадженні цільових операцій з **довгострокового рефінансування банків на пільгових порівняно із стандартними умовах, що спрямовуватиметься на антикризову підтримку підприємств реального сектору.**

Така практика вже застосовується в країнах ЄС. З 2014 р. Європейський центральний банк (ЄЦБ) запровадив програму TLTRO (Targeted Longer-

<sup>8</sup> Global Financial Stability Report / International Monetary Fund, April 2020. — P. 33 [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2020/04/14/global-financial-stability-report-april-2020>

Term Refinancing Operations), яка спрямована на рефінансування банків єврозони під кредити, надані нефінансовим корпораціям і домогосподарствам (переважно для малого і середнього бізнесу) на пільгових порівняно із стандартними умовах. У рамках оновленої в березні 2020 р. програми TLTRO-III рефінансування надаватиметься на три роки з початком виплат через два роки за ставкою, що дорівнює ставці за депозитними операціями ЄЦБ (нині це мінус 0,5%), а з червня 2020 р. ставка рефінансування встановлюватиметься на 25 базисних пунктів нижче від ставки за депозитними операціями (тобто на рівні мінус 0,75% річних). Основною метою таких змін є підтримка найбільш постраждалих від кризи малих і середніх підприємств. Банки матимуть можливість отримувати рефінансування на суму до 50% від залишку за кредитами. Очікується, що потенційне зростання кредитів за новою Програмою становитиме до 1 трлн. євро.

Як додаткові аргументи на користь запровадження рефінансування за пільговими ставками в Україні та зниження ключової ставки центрального банку можемо навести досвід США під час Другої світової війни і в повоєнний період (що є доречним з огляду на триваючий військовий конфлікт з Росією). Так, у США з 1942 по 1951 р. не існувало ринкових ставок на кредитні ресурси та позичкові кошти для уряду, а ФРС зобов'язалася викупати короткострокові казначейські векселі за ставкою 0,375% річних, при цьому максимальний ліміт ставок для довгострокових державних зобов'язань було встановлено на рівні 2,5% річних [11].

Підтримка пріоритетних напрямів довгострокового кредитування виробництва з боку НБУ могла б мати вигляд спеціальних програм з рефінансування через уповноважені банки терміном до семи років з початком виплат через два роки за ставкою, що дорівнює ставці за депозитними операціями «овернайт» НБУ (нині — 6%). Слід також розширити перелік забезпечення, за яким банки можуть отримувати рефінансування НБУ (нерухомість, кредитні портфелі банків, інші високоліквідні активи).

Ресурси рефінансування мали б надходити до реального сектору за напрямками, які формують ефективну промислову політику у високотехнологічних сферах, імпортозаміщення, розвиток малого і середнього бізнесу (МСБ), АПК з високою доданою вартістю, а також в інфраструктурні проекти загальнодержавного значення.

Спеціальні програми рефінансування кредитів МСБ доцільно застосовувати в обсягах до 50% від вартості таких кредитів. З огляду на те, що проблемність за такими портфелями становить до 10%, ризики кредитування будуть незначними. Потенційний обсяг пільгового рефінансування під такі кредити може становити до 120 млрд. грн.

Іншим напрямом застосування антикризового інструментарію центральним банком є **Програма викупу активів на вторинному ринку**. У міжнародній практиці з початку кризи коронавірусу центральні банки як розвинутих країн світу, так і країн з ринками, що формуються, вдалися до започаткування чи розширення програм викупу активів. Зазвичай такі програми скеровуються на відновлення кривої дохідності на довгих строках, недопущення зростання ринкових процентних ставок і блокування дестабілізаційних тенденцій на ринку. За даними агенції Fitch, центральні банки

США, Великої Британії, країн євросони та Японії вже оголосили про викуп активів на суму 6 трлн. дол. у 2020 р., що втричі перевищує пікові значення викупів у 2013 р.<sup>9</sup>

Так, ЄЦБ започаткував Pandemic Emergency Purchase Program (Надзвичайну програму викупу у зв'язку з пандемією), яка покриватиме викуп державних і приватних цінних паперів. ФРС США розпочала викупати федеральні облігації, іпотечні та корпоративні облігації, завдяки чому сума державних цінних паперів на балансі ФРС за рік має подвоїтись і досягти рівня 20% ВВП. Банк Канади викупує на відкритому ринку комерційні цінні папери, державні та іпотечні облігації, короткострокові зобов'язання муніципалітетів. Аналогічні операції проводить Банк Японії. Банк Англії відкрив Asset Purchase Facility (Інструмент викупу активів) для збільшення власних активів у державних і корпоративних облігаціях<sup>10</sup>.

Серед країн з ринками, що формуються, з початку коронакризи програми «кількісного пом'якшення» з масштабним викупом державних облігацій на ринку запровадили центральні банки Угорщини, Польщі, Румунії, Хорватії, Туреччини, Південно-Африканської Республіки, Чилі, Колумбії, Коста-Ріки, Індонезії. Зокрема, Національний банк Польщі (НБП) станом на травень 2020 р. уже викупив казначейських зобов'язань на суму близько 1% ВВП. У цілому для фінансування національного пакета стимулювання НБП має викупити державних облігацій на суму 8,7% ВВП. Загалом центральні банки країн з ринками, що формуються, налаштовані протягом року викупити державних цінних паперів вартістю до 5% ВВП<sup>11</sup>. Тому, на нашу думку, доцільним є **відновлення Національним банком України операцій з державними цінними паперами на відкритому ринку**, з огляду на наявний світовий досвід, положення Закону України «Про Національний банк України» (ст. 25 відносить операції відкритого ринку до стандартних операцій з регулювання грошової маси), а також загрози широкомасштабної кризи в реальній економіці та секторі державних фінансів.

НБУ може відновити діяльність з купівлі ОВДП на вторинному ринку з метою: а) підтримки ліквідності ринку цінних паперів (у тому числі для спрощення розміщень ОВДП на первинних аукціонах); б) контролю за кривою дохідності на довгих строках. Обсяг таких операцій повинен бути достатнім для покриття розриву фінансування дефіциту державних фінансів з урахуванням наявності інших джерел.

Третім напрямом необхідних змін щодо монетарної політики та банківського регулювання є **стимулювання кредитної активності банків через пом'якшення вимог до оцінки кредитних ризиків за активними банківськими операціями**.

<sup>9</sup> Fitch Rating. Global QE Asset Purchases to Reach USD 6 Trillion in 2020 [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/global-qe-asset-purchases-to-reach-usd6-trillion-in-2020-24-04-2020>

<sup>10</sup> World Economic Outlook / International Monetary Fund, April 2020. — Р. 24 [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2020/04/14/weo-april-2020>

<sup>11</sup> The Impact of Coronavirus on the Global Economy / Euromonitor International, May 2020 [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://www.euromonitor.com/the-impact-of-coronavirus-on-the-global-economy/report>

На наш погляд, створення сприятливих умов для банківського кредитування є неможливим без внесення змін до Постанови НБУ № 351<sup>12</sup> про оцінку банками кредитних ризиків за активними операціями, зокрема, змін, які передбачають доповнення переліку прийняттого забезпечення та зменшення коефіцієнтів дефолту для кредитів на груповій основі безпротроченої заборгованості.

Необхідно, на наш погляд, доповнити перелік прийняттого забезпечення для банків об'єктами незавершеного будівництва нежитлового призначення, зокрема, нерухомим майном, що не належить до житлового фонду, включаючи об'єкти незавершеного будівництва з процентом готовності не менше 70% (крім земельних ділянок).

При розрахунках адекватності регулятивного капіталу банку слід було б переглянути у бік зниження коефіцієнти зважування кредитного ризику, визначені Постановою НБУ № 368<sup>13</sup> за кредитами, що надані органам державної влади; за активами, які розміщені в банках, що мають міжнародний рейтинг інвестиційного класу; за дебіторською заборгованістю та позабалансовими активами до отримання, які виникають у результаті купівлі ОВДП в іноземній валюті на первинному ринку; за кредитами стратегічно важливих державних підприємств і кредитами органам місцевого самоврядування.

## ВИСНОВКИ

За ступенем жорсткості монетарних умов Україна є лідером серед країн Центральної та Східної Європи. Нинішній розрив жорсткості монетарних умов України відносно середнього значення 15 країн регіону становить понад 6 процентних пунктів.

У I кварталі 2020 р. Україна зіткнулася з масштабною економічною кризою, яка характеризувалась одночасним впливом шоків скорочення попиту та пропозиції, призвела до руйнування економічних зв'язків, реверсу потоків капіталу, супроводжувалася зниженням цін на експортовані товари. Однак зміни монетарної політики НБУ в січні — квітні 2020 р. справляли мінімальний вплив на стан реального сектору, оскільки мали небагато спільного з монетарними стимулами, а реалізувалися через послаблення жорсткості окремих аспектів банківсько-монетарного регулювання. Так, довгострокові ресурси рефінансування надаються НБУ за доволі високою плаваючою ставкою; НБУ не переглядав надзвичайно жорсткі вимоги до формування резервів під кредитні ризики; НБУ проголосив категоричну неприйнятність програм викупу активів на вторинному ринку; базова ставка безумовної дохідності банків за депозитними сертифікатами НБУ суттєво перевищує темпи зростання номінальних доходів.

---

<sup>12</sup> Про затвердження Положення про визначення банками України розміру кредитного ризику за активними банківськими операціями : Постанова НБУ № 351 від 30.06.2016 р. [Електронний ресурс]. — Режим доступу : [https://bank.gov.ua/ua/legislation/Resolution\\_30062016\\_351](https://bank.gov.ua/ua/legislation/Resolution_30062016_351)

<sup>13</sup> Про затвердження Інструкції про порядок регулювання діяльності банків в Україні : Постанова НБУ № 368 від 28.08.2001 р. [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0841-01>

Такий стан справ значною мірою пов'язаний з тим, що у своїй діяльності НБУ виходить з безумовного пріоритету цілі цінової стабільності, зводячи до мінімуму ціль економічного зростання. Такий висновок підтверджують і результати проведеного на основі відкритих джерел аналізу модельного апарату НБУ.

Ще до початку економічної кризи 2020 р. виняткове спрямування зусиль НБУ на досягнення інфляційної цілі мало такі сумні наслідки: хронічно низькі темпи зростання реального ВВП, падіння промислового виробництва, високий рівень безробіття, погіршення стійкості державних фінансів, гігантські масштаби трудової міграції.

У даний час перед Україною об'єктивно постала необхідність зміни законодавчих рамок діяльності НБУ. Корисною альтернативою режиму ІТ може бути таргетування приросту номінального ВВП, що поєднуватиме цільові значення зростання реального ВВП з цільовими показниками інфляції. У сучасних дослідженнях таргетування номінального ВВП розглядається як можливий наступник режиму ІТ, що має ряд переваг для країн, що розвиваються, зокрема, кращу здатність поглинати шоки пропозиції та умов торгівлі із збереженням переваг «заякорених» очікувань економічних агентів.

Для використання стабілізаційного потенціалу монетарної політики на сьогодні критично необхідним є застосування таких антикризових інструментів: довгострокового рефінансування банків за пільговими ставками з направленням ресурсів НБУ на підтримку підприємств реального сектору; проведення операцій відкритого ринку з державними цінними паперами; пом'якшення регулятивних вимог до оцінки кредитних ризиків за активними операціями банків.

В умовах нинішньої надзвичайної ситуації всі органи державної влади України та НБУ повинні діяти як єдина команда і злагоджено працювати на відновлення життєдіяльності економічної системи та захист життя громадян. Заходи, які вживаються державними органами та установами, мають бути комплексними і взаємоузгодженими. При цьому позиція НБУ повинна бути більш збалансованою та проактивною, з урахуванням викликів, які постали не тільки перед банківською системою, а й перед підприємствами, державними фінансами, населенням. Це дасть змогу зменшити деструктивні наслідки триваючої безпрецедентної кризи, уникнути фінансової дестабілізації та забезпечити швидке відновлення економічного зростання.

#### СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ

1. *Stiglitz J.* The failure of inflation targeting // Project Syndicate. — 2008. — May [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://www.project-syndicate.org/commentary/the-failure-of-inflation-targeting/russian?barrier=accesspaylog>
2. *Epstein G.* Central banks as agents of employment creation // DESA Working Paper. — 2007. — No. 38. — June [Електронний ресурс]. — Режим доступу : [https://www.un.org/esa/desa/papers/2007/wp38\\_2007.pdf](https://www.un.org/esa/desa/papers/2007/wp38_2007.pdf)
3. *O'Neill J.* It's Time to Target Nominal GDP // Project Syndicate. — 2020. — May 5 [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://www.project-syndicate.org/commentary/central-banks-should-target-nominal-gdp-by-jim-o-neill-2020-05>
4. *Debortoli D., Kim J., Linde J., Nunes R.* Designing a Simple Loss Function for Central Banks: Does a Dual Mandate Make Sense? // Sveriges Riksbank Working Paper Series. — 2019. —

- No. 366. — March [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://www.riksbank.se/globalassets/media/rapporter/working-papers/2019/no.-366-designing-a-simple-loss-function-for-central-banks-does-a-dual-mandate-make-sense.pdf>
5. Груї А., Вдовиченко А. Квартальна прогнозна модель для України : Робочі матеріали НБУ, 3/2019 [Електронний ресурс]. — Режим доступу : [https://bank.gov.ua/admin\\_uploads/article/WP\\_2019\\_03\\_Grui\\_Vdovychenko\\_en.pdf](https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/WP_2019_03_Grui_Vdovychenko_en.pdf)
  6. Bhandari P., Frankel J.A. Nominal GDP Targeting for Developing Countries // NBER Working Paper. — 2015. — January. — No. 20898.
  7. Chen H. Nominal GDP targeting, real economic activity and inflation stabilization in a new Keynesian framework // *The Quarterly Review of Economics and Finance*. — 2020. — January.
  8. Andersson B., Claussen C. Alternatives to inflation targeting // *Sveriges Riksbank Economic Review*. — 2017. — No. 1.
  9. Wilkins C.A. Choosing the Best Monetary Policy Framework for Canada / Bank of Canada, November 20, 2018 [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://www.bankofcanada.ca/2018/11/choosing-best-monetary-policy-framework-canada/>
  10. Danylyshyn B., Bohdan I. Developing a system of anti-crisis measures for Ukraine's economy in the spread of the coronavirus pandemic // *Banks and Bank Systems*. — 2020. — No. 15(2). — P. 1—15 (doi:10.21511/bbs.15(2).2020.01).
  11. Toma M. Interest Rate Controls: The United States in the 1940s // *The Journal of Economic History*. — 1992. — Vol. 52. — No. 3 (Sep.). — P. 631—650.

Стаття надійшла 29.05.2020

#### REFERENCES

1. Stiglitz J. The failure of inflation targeting. *Project Syndicate*, May, 2008, available at: <https://www.project-syndicate.org/commentary/the-failure-of-inflation-targeting/russian?barrier=accesspaylog>
2. Epstein G. Central banks as agents of employment creation. *DESA Working Paper*, June, 2007, No. 38, available at: [https://www.un.org/esa/desa/papers/2007/wp38\\_2007.pdf](https://www.un.org/esa/desa/papers/2007/wp38_2007.pdf)
3. O'Neill J. It's Time to Target Nominal GDP. *Project Syndicate*, May 5, 2020, available at: <https://www.project-syndicate.org/commentary/central-banks-should-target-nominal-gdp-by-jim-o-neill-2020-05>
4. Debortoli D., Kim J., Linde J., Nunes R. Designing a Simple Loss Function for Central Banks: Does a Dual Mandate Make Sense? *Sveriges Riksbank Working Paper Series*, March, 2019, No. 366, available at: <https://www.riksbank.se/globalassets/media/rapporter/working-papers/2019/no.-366-designing-a-simple-loss-function-for-central-banks-does-a-dual-mandate-make-sense.pdf>
5. Grui V., Vdovychenko A. Quarterly Projection Model for Ukraine. *NBU Working Papers*, 3/2019, available at: [https://bank.gov.ua/admin\\_uploads/article/WP\\_2019\\_03\\_Grui\\_Vdovychenko\\_en.pdf](https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/WP_2019_03_Grui_Vdovychenko_en.pdf)
6. Bhandari P., Frankel J.A. Nominal GDP Targeting for Developing Countries. *NBER Working Paper*, January, 2015, No. 20898.
7. Chen H. Nominal GDP targeting, real economic activity and inflation stabilization in a new Keynesian framework. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, January, 2020.
8. Andersson B., Claussen C. Alternatives to inflation targeting. *Sveriges Riksbank Economic Review*, 2017, No. 1.
9. Wilkins C.A. Choosing the Best Monetary Policy Framework for Canada. Bank of Canada, November 20, 2018, available at: <https://www.bankofcanada.ca/2018/11/choosing-best-monetary-policy-framework-canada/>
10. Danylyshyn B., Bohdan I. Developing a system of anti-crisis measures for Ukraine's economy in the spread of the coronavirus pandemic. *Banks and Bank Systems*, 2020, No. 15(2), pp. 1—15 (doi:10.21511/bbs.15(2).2020.01).
11. Toma M. Interest Rate Control: The United States in the 1940s. *The Journal of Economic History*, Vol. 52, No. 3 (Sep.), 1992, pp. 631—650.

Received on May 29, 2020



*Bohdan Danylyshyn*, Dr. Sci. (Econ.), Academician of the NAS of Ukraine,  
Head of Department,  
Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman,  
54/1, Peremohy Ave., Kyiv, 03057, Ukraine  
*Ivan Bogdan*, PhD (Econ.), Senior Researcher  
*Tetiana Bogdan*, Dr. Sci. (Econ.),  
Head of the Department for Public Finance,  
Growford Institute,  
9/2, Velyka Vasylkivska St., office 30, Kyiv, 01004, Ukraine

MODERNIZATION OF UKRAINE'S MONETARY  
POLICY IN THE CONTEXT OF ECONOMIC STABILIZATION  
AND POST-CRISIS GROWTH

The problems of monetary policy modernization in the context of formation of its medium-term priorities and response to crisis phenomena are considered. Particular attention is paid to the central bank's mandate and policy objectives. Methods for estimation are proposed and the real monetary conditions index (RMCI) for Ukraine is calculated. Based on RMCI cross-country comparisons, it is concluded that Ukraine is the leader among the countries of Central and Eastern Europe in the degree of tightening of monetary conditions (both in terms of interest rate and exchange rate). Drawbacks in the design of current monetary policy in Ukraine are identified, as a result of which «excess» liquidity accumulates in the banking system during the period of acute need for loans, which contrasts sharply with the situation in other countries where central banks channel huge resources to support liquidity of the financial sector and lending to the real sector. NBU's models are examined and fivefold superiority of the inflation target for the NBU as compared to economic growth target is discovered. Authors derive the conclusion that Ukraine has to move from inflation targeting regime to nominal GDP targeting; the latter would combine policy objective of real GDP growth with inflation dynamics. The necessity of reorientation of the NBU monetary policy towards supporting the real economy and extension the monetary policy toolkit in the course of economic crisis is proved: (i) long-term refinancing of banks at preferential rates with a targeted focus on lending to the real sector; (ii) conducting open market operations with government securities with a focus on budget support and preventing the collapse of the financial market; (iii) easing regulatory requirements related to the credit risks assessments by banks on their active transactions with a purpose of stimulating bank lending activity.

**Keywords:** *monetary policy; economic crisis; targeting; banking regulation; economy stabilization.*