КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ ІМЕНІ ТАРАСА ШЕВЧЕНКА
ЕКОНОМІЧНИЙ ФАКУЛЬТЕТ
КАФЕДРА ЕКОНОМІЧНОЇ ТЕОРІЇ, МАКРО- І МІКРОЕКОНОМІКИ

КВАЛІФІКАЦІЙНА РОБОТА МАГІСТРА

на тему:

МОНЕТАРНА ПОЛІТИКА ЕКОНОМІЧНОГО ЗРОСТАННЯ

студента 2-го курсу ОС «Магістр»
денної форми навчання
спеціальності 051 Економіка
освітньо-наукової програми
«Економіка та економічна політика»
Обухова Іллі Євгеновича

Науковий керівник: д.е.н., професор
Ходжаян Аліна Олександрівна

Засвідчую, що в цій кваліфікаційній роботі немає запозичень із праць інших авторів без відповідних посилань

Обухов І.Є. _____
(підпис)

Роботу допущено до захисту в Екзаменаційній комісії рішенням кафедри економічної теорії, макро- і мікроекономіки від «02» травня 2025 року, протокол № 10

Завідувач кафедри економічної теорії,
макро- і мікроекономіки _____ д.е.н., проф. Аліна ХОДЖАЯН
(підпис)

Київ – 2025

ЗМІСТ

ВСТУП 4
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ ТА ЇЇ ВПЛИВУ НА ЕКОНОМІЧНЕ ЗРОСТАННЯ 8
1.1. Сутність і функції монетарної політики в економічній системі 8
1.2 Основні теоретичні концепції економічного зростання та роль монетарної політики 16
1.3 Вплив монетарної політики на макроекономічні показники 23
Висновки до розділу 1 29
РОЗДІЛ 2. МОЖЛИВОСТІ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ЕКОНОМІЧНОГО ЗРОСТАННЯ ЗАСОБАМИ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ 31
2.1. Міжнародний досвід монетарної політики економічного зростання: розвинені країни та країни, що розвиваються 31
2.2. Неконвенційні інструменти монетарної політики 39
2.3. Комунікація центральних банків як інструмент монетарної політики 48
Висновки до розділу 2 53
РОЗДІЛ 3. НАПРЯМИ ВДОСКОНАЛЕННЯ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ УКРАЇНИ ДЛЯ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ СТІЙКОГО ЕКОНОМІЧНОГО ЗРОСТАННЯ 55
3.1. Проблеми та виклики сучасної монетарної політики в Україні 55
3.2 Емпіричне дослідження ефекту перенесення процентних ставок в Україні 63
3.3 Значення традиційних та неконвенційних інструментів монетарної політики для забезпечення економічного зростання України 68
Висновки до розділу 3 75
ВИСНОВКИ 77
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ 80
ДОДАТКИ 88
Додаток А 89

Додаток Б 91
Додаток В 93
Додаток Г 94

ВСТУП

Актуальність теми. Монетарна політика є одним із ключових інструментів державного регулювання економіки, здатним повпливати на рівень інфляції, зайнятість, обмінний курс та, зрештою, економічне зростання. В умовах глобальних викликів, зокрема нестабільности фінансових ринків та посилення геополітичної напруженості, дослідження механізмів впливу монетарної політики на реальні макроекономічні показники набуває особливої актуальности. Важливість теми підкреслюється також трансформацією монетарного середовища України, яке зазнає значних змін під впливом воєнних дій, та необхідністю адаптації монетарної політики до нових викликів. Дослідження трансмісійного механізму є необхідним для розуміння динаміки грошового ринку та пошуку оптимальних стратегій його регулювання.

Ступінь наукової розробки проблеми. Проблематика монетарної політики та її способів впливу на економічне зростання ставала предметом дослідження багатьох економістів. Перші теоретичні засади були закладені в роботах економістів класичного напряму, а згодом розвинуті в роботах Дж. М. Кейнса, М. Фрідмана й представників монетаризму, неокласичної школи, теорії ендогенного зростання тощо. У сучасних дослідженнях (O. Jordà, B. Bernanke, G. Mishkin, M. Jarociński та ін.) значна увага приділяється питанням ефективности монетарної політики та механізмам її впливу на економічну активність, трансмісійному механізму монетарної політики; досліджуються неконвенційні інструменти монетарної політики. Українські вчені (А. Гриценко, О. Дзюблюк, В. Корнєєв, О. Любіч, С. Науменкова, В. Міщенко, А. Ходжаян, І. Школьник та ін.) аналізують специфіку проведення монетарної політики в Україні, зокрема в умовах воєнного стану. Попри значну кількість наукових напрацювань, відкритим залишається питання ефективности монетарної політики в Україні в сучасних умовах та визначення особливостей українського механізму монетарної трансмісії.

Мета і завдання дослідження. Метою роботи є розкриття теоретичного змісту монетарної політики, її зв’язку з економічним зростанням, а також практичного значення та напрямів збільшення ефективности монетарної політики в Україні в сучасних умовах. Відповідно до мети було поставлено такі завдання:

- розглянути теоретичні основи монетарної політики та її роль в економічній системі;
- розкрити зв’язок монетарної політики з економічним зростанням;
- описати трансмісійний механізм монетарної політики, визначити основні канали передачі;
- оцінити міжнародний досвід монетарної політики економічного зростання у випадку розвинених країн та країн, що розвиваються;
- розкрити роль новітніх неконвенційних інструментів монетарної політики;
- встановити потенціал комунікації центральних банків як інструменту монетарної політики;
- з’ясувати характер та ступінь викликів, що повстають перед українською монетарною політикою в умовах війни;
- оцінити ефективність механізму перенесення процентних ставок в Україні на основі емпіричних даних;
- надати рекомендації державним органам щодо планування монетарної політики економічного зростання.

Об'єктом дослідження є монетарна політика в системі макроекономічного регулювання.

Предметом дослідження є теоретико-методологічні і прикладні аспекти монетарної політики та її впливу на економічне зростання.

Методи дослідження. У роботі застосовано загальнонаукові методи аналізу й синтезу, індукції та дедукції, порівняльного аналізу, а також спеціальні методи економічного дослідження: економіко-математичне моделювання, регресійний аналіз – авторегресійні моделі з розподіленими лагами (ARDL).

Інформаційна база дослідження. Дослідження базується на наукових публікаціях українських і зарубіжних економістів, офіційних даних Національного банку України, а також результатах емпіричних досліджень, проведених автором.

Апробація результатів дослідження. Робота пройшла апробацію шляхом підготовки до друку та публікації статті та тез доповідей:

Ходжаян А.О., Обухов І.Є. (forthcoming) Ефект перенесення процентних ставок в Україні: перспективи розвитку трансмісійних каналів. *Формування ринкових відносин в Україні: Збірник наукових праць*. Вип. 3 (286). – К., 2025.

Обухов І.Є. Монетарна політика під час воєнного стану і перехід до повоєнного відновлення. *Перспективи розвитку територій: теорія і практика. поствоєнне відновлення* : матеріали VIII міжнар. науково-практ. конф. здобувачів вищ. освіти і молодих уч., м. Харків, 14–15 листоп. 2024 р. Харків, 2024. С. 124–126. URL: http://repositsc.nuczu.edu.ua/bitstream/123456789/23799/1/Zbirnik%20tez%202024%20rik%202003.pdf#page=124.

Ходжаян А.О., Обухов І.Є. Комунікація Національного банку України під час воєнного стану. *Фінансовий бізнес: стійкість, інклюзивність і соціальна відповідальність:* збірник тез доповідей XV Міжнародної науково-практичної конференції Грудневі читання. За заг. ред. Н.В. Приказюк. Київ, 2024. Вип. XV. С. 163-165. URL: https://econom.knu.ua/wp-content/uploads/2025/03/%D0%9F%D1%80%D0%BE%D0%B3%D1%80%D0%B0%D0%BC%D0%B0-%D0%93%D0%A7_2024.pdf.

Обухов І.Є. Зауваження стосовно природи монетарної трансмісії. *Шевченківська весна 2025. Економіка України 2025: нові вектори розвитку в умовах глобальних трансформацій*, матеріали Міжнародної науково-практичної конференції студентів, аспірантів та молодих вчених. За заг. ред. Л.А. Анісімової. Київ, 2025. С. 483. URL: https://econom.knu.ua/wp-content/uploads/2025/04/ШВ-збірник_2025_сайт.pdf#page=483.

Структура роботи. Робота складається зі вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел та чотирьох додатків. Загальний обсяг дослідження становить 76 сторінок, включаючи 12 рисунків та 2 таблиці.

РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ ТА ЇЇ ВПЛИВУ НА ЕКОНОМІЧНЕ ЗРОСТАННЯ

1.1. Сутність і функції монетарної політики в економічній системі

Монетарна політика є одним з основних засобів впливу урядів на ринкові процеси, поруч із фіскальною політикою. За її допомогою здійснюється вплив на загальний рівень цін, рівень безробіття, зміну курсу обміну валют та, врешті, на обсяг випуску в економіці, тобто монетарна політика має постійний вплив на темп економічного зростання та напрям економічної активности.

Історично монетарна політика виникла як спосіб регулювання сфери грошового обігу та впливу на неї. Її найдавнішим попередником було псування монет [32, с. 205] – перші спроби урядів отримати економічні вигоди, здійснюючи дії стосовно грошей, тобто монетарні операції. Псування монет зводилося до неофіційного погіршення якости монет урядом: зменшення їх ваги, або вмісту благородного металу при незмінній встановленій номінальній вартості. Частою практикою ставало домішування дешевших, неблагородних металів до складу монет.

Поява фіатних грошей уможливила проведення найпростіших заходів регулювання в монетарній площині у сучасному розумінні. Однак сьогодні монетарна політика залишається досить специфічною сферою людської діяльности: вона проводиться не шляхом безпосереднього регулювання розподілу грошової маси між громадянами, а з використанням фінансових інструментів, завдяки обміну зобов’язань центрального банку – національної валюти – на інші цінні папери, такі як облігації державної позики, або на валюту інших країн.

Це спричиняє виникнення цікавого взаємозв’язку: сучасна практика монетарної політики потребує наявности бюджетного дефіциту, що покривається облігаціями державної позики, важливими для діяльности центрального банку інструментами. Насправді, ліквідація всього державного

боргу означала б виникнення проблем із втіленням монетарної політики [45, с. 3].

Центральні банки мають змогу проводити монетарну політику завдяки положенню монополіста випуску власних облігацій – грошей. Грошова емісія покликана безпосередньо забезпечувати функціонування економіки, і центральні банки намагаються втримувати грошову масу в обсягах, адекватних попиту на гроші. Однак у сучасних умовах, питання попиту на гроші відходить на задній план у контексті формування засад монетарної політики [46]. Якщо раніше диспропорції грошового ринку призводили до серйозних фінансових криз, то з часів Другої світової війни більшість центральних банків без проблем задовольняла попит на гроші всередині країн [45, 4]. Дійсно, сьогодні складно уявити збій у фінансовій системі, викликаний зміною попиту на гроші: про різкі коливання сигналізуватимуть поширені сьогодні об’єкти монетарної політики (індекс інфляції, реальна відсоткова ставка, обмінний курс), врегулювання яких вимагатиме відповідних монетарних заходів задовго до того, як невідповідність пропозиції та попиту на гроші зможе мати руйнівний для економіки вплив. Грошова емісія здійснюється через три канали: валютний, фондовий та кредитний, і в контексті інструментів монетарної політики охоплює тільки певну її частину.

Усі інструменти спрямовуються на досягнення цілей монетарної політики, які можуть варіюватися в різних країнах та в залежності від обставин. Можливі стратегічні цілі монетарної політики включають у себе:

- економічне зростання;
- підтримку стабільности цін;
- досягнення повної зайнятости населення;
- підтримку стабільности курсу національної валюти по відношенню до іноземних валют;
- стабільність фінансових ринків;
- стабільність відсоткових ставок;

– стабільність валютного ринку тощо.

Сьогодні пріоритетною ціллю монетарної політики для більшости країн є цінова стабільність. Це пояснює поширеність монетарного режиму таргетування рівня інфляції. Інструменти монетарної політики дозволяють їй задля досягнення своїх кінцевих цілей встановлювати як цільові орієнтири певні показники (таргетувати) рівня інфляції, обмінного курсу або грошової маси. У літературі, що систематизує теоретичні основи монетарної політики, зокрема у вітчизняній навчальній літературі, цей факт часто ілюструється структурою, відтвореною на рис. 1.1.

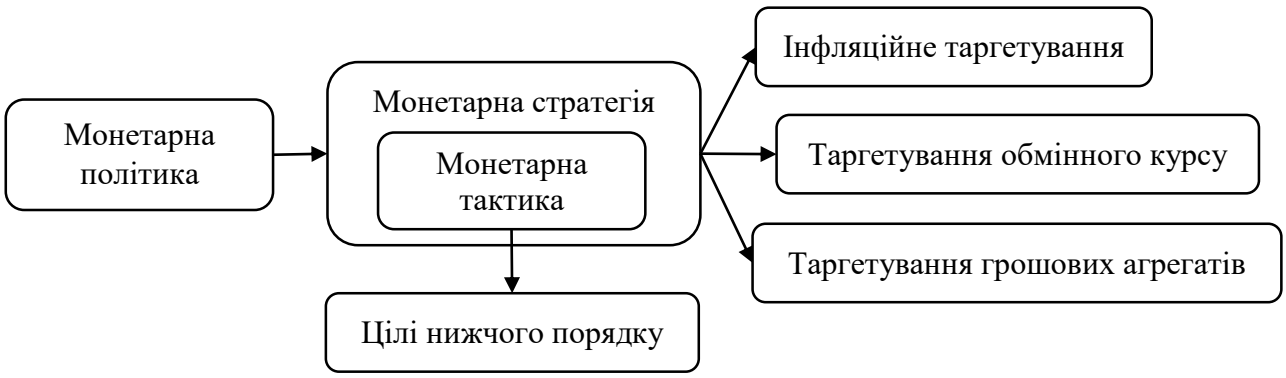

Рис. 1.1. Складові монетарної політики у спрощеному розумінні
Джерело: складено автором за [3, с. 7].

Тактичні цілі монетарної політики стосуються проміжних етапів досягнення стратегічних цілей і включають, наприклад, рівень відсоткової ставки або обсяг резервів. Також під монетарної тактикою можуть розуміти проведення монетарної політики взагалі, з усіма необхідними оперативними кроками й рішеннями для досягнення декларованих кінцевих цілей.

Логіка цього представлення є корисною для викладення системи монетарної політики в загальному вигляді, чого й досягає навчальна література. На практиці, однак, ця система виявляється складнішою: будь-які цілі можуть виступати як проміжними, так і кінцевими, і різні монетарні режими досить часто змішуються, або швидко змінюють одне одного. Наприклад, інфляційне таргетування може означати використання певного рівня інфляції як проміжного

орієнтира, тоді як стратегічною ціллю виступатиме досягнення природнього рівня безробіття. На рівні проміжних цілей оголошений монетарний режим може втрачати свою чіткість та визначеність у взаємодії багатьох місцевих ініціатив із різним запланованим впливом на реальний сектор економіки.

Таргетування рівня інфляції залишає відкритими багато питань практичного характеру. Добре відома крива Філліпса описує зворотній зв'язок між темпом інфляції та рівнем безробіття, презентуючи таким чином дилему регулювання. Цей зв'язок став об'єктом багатьох емпіричних досліджень, що намагаються дати відповідь на питання числової залежности безробіття та інфляції – знайти «коефіцієнт пожертви» (sacrifice ratio), який показує рівень втрат у випуску (його відхилення від потенційного рівня) при зниженні темпу інфляції на задану одиницю (див. [71]). Питання нейтральности грошей продовжує цю тему ще далі.

Найбільш поширеним інструментом монетарного регулювання є процентна політика, у межах якої центральними банками використовується облікова ставка. Як відомо, базовий принцип цього інструменту полягає в тому, що монетарна політика набуває експансивного характеру при зниженні облікової ставки й рестрикційного характеру при її підвищенні. Зазвичай очікується, що підвищення облікової ставки (політика «дорогих грошей») призведе до підвищення процентних ставок за кредитами комерційних банків, ускладнюючи їм доступ до кредитування центральним банком (тобто ускладнюючи доступ до грошей і таким чином обмежуючи ресурси комерційних банків). Банки, що вимушені збільшити ціну своїх кредитів, тим самим ускладнять доступ до грошей решті суб'єктів економіки, що повинно призвести до зменшення темпів інфляції та скорочення економічної активности.

Процентна політика є вихідною точкою для рефінансування центральним банком комерційних, адже облікова ставка встановлює ціну міжбанківського кредитування. Рефінансування є ефективним засобом тимчасового збільшення ліквідности в економіці, і таким чином може слугувати для врегулювання потреб попиту на гроші або послаблення тиску, що виник на кредитному ринку [44].

Встановлення ставки за кредитами рефінансування є важливим інструментом, який здатен мати значний вплив на попит банків на кредити рефінансування і, відповідно, їхню зацікавленість у ліквідності та розширенні своїх кредитних операцій. Разом з тим, реалізація центральним банком пропозиції резервів через механізм рефінансування частіше відіграє важливу роль у країнах, які не встановлюють вимог до резервів комерційних банків, і є не такою значною за обсягом та роллю в країнах із вимогами до резервів [45, с. 9]. Також помістити більший акцент на рефінансування може той факт, що у фінансовій системі певної країни саме банківський сектор є головним рушієм розподілу ресурсів.

Сьогодні існує тенденція описувати характер монетарної політики через її вплив на процентні ставки, що також підкреслює визначальну роль використання облікової ставки, яка лишається головним інструментом впливу на процентні ставки взагалі. Ця тенденція, проте, піддавалася сумніву дослідниками – їй протиставлявся заклик ретельного врахування змін у грошових агрегатах для опису та оцінки монетарної політики [26].

Іншим поширеним інструментом монетарної політики є операції центрального банку на відкритому ринку. Операції стосуються цінних паперів – найчастіше боргових паперів уряду (звідси й залежність діяльности центрального банку від бюджетного дефіциту). Монопольна позиція дозволяє центральним банкам ефективно використовувати операції з цінними паперами для зміни обсягу грошової маси: звичайно, купуючи відповідний цінні папери в банку-утримувача, центральний банк збільшує обсяг його резерву в якості оплати і навпаки – зменшує резерв банку-покупця, коли продає цінні папери. При цьому центральний банк може емітувати кошти або вилучати їх з обігу, що й дозволяє йому здійснювати монетарну політику крізь фондовий канал.

Зміна резервів комерційних банків унаслідок таких операцій означає і варіювання їхніх кредитних ресурсів. Зрозуміло, що рестрикційна монетарна політика реалізується шляхом продажу центральним банком цінних паперів та списання їхньої вартости з рахунків комерційних банків, що зменшує обсяг їхніх кредитних ресурсів та призводить до скорочення кредитування економіки. При

цьому зменшується й обсяг грошової маси, що робить національну валюту «дорожчою». Механізм проведення експансивної монетарної політики за допомогою операцій на відкритому ринку є оберненим.

Тих самих результатів можна досягти засобами резервної політики – змінюючи норму обов'язкового резервування. Рестрикційний ефект досягається шляхом підвищення норми обов'язкового резервування, яке викликає збільшення попиту на резерви з боку комерційних банків. Вплив цього обмеження приблизно еквівалентний відповідній рестрикційній операції на відкритому ринку. На практиці резервна політика може не повністю відповідати стратегічній цілі монетарної політики [49, с. 10-11] і часто використовується для врегулювання додаткових аспектів фінансової діяльности банків, тоді як операції на відкритому ринку залишаються більш поширеним інструментом у досягненні монетарних цілей.

Звісно, ті інструменти, що змінюють обсяг пропозиції грошей, можуть застосовуватися для таргетування обмінного курсу. Однак найчастіше з метою досягнення планового показника обмінного курсу використовуються операції з валютними резервами. Зазвичай таргетування обмінного курсу стосується тієї валюти, яку центральний банк країни зберігає в якості резерву. Таргетування обмінних курсів інших валют можливе через непрямий вплив монетарних інструментів, але на практиці малодоцільне і не використовується. При виборі таргетування валютного курсу монетарна політика може проводитися для цілей валютного регулювання; найпростішими ж заходами із управління валютним курсом є адміністративні обмеження у валютному секторі та купівля або продаж національної валюти за резерви.

Традиційні інструменти монетарної політики, доступні центральним банкам, можна узагальнити, як це зроблено на схемі (рис. 1.2). Вони можуть видозмінюватися з ходом історії в залежності від фінансово-економічних умов, виникають нові інструменти (про неконвенційні інструменти монетарної політики див. розділ 2). Різні центральні банки роблять акцент на використанні різних інструментів, який може визначатися особливостями національного

законодавства, потребами економіки тощо. Відмінні поєднання цих інструментів утворюють індивідуальні системи монетарної політики, які можуть значною мірою відрізнятися одна від одної. Деякі інструменти є традиційно менш поширеними: так, адміністративні обмеження ринку капіталу широко визнані неефективними в підтримці економічного зростання в сучасних умовах. Та все ж акценти різняться від одного центрального банку до іншого, і тому перелік інструментів монетарної політики завжди страждатиме на узагальненість через незважене подання. Разом з тим, наведена схема з достатньою мірою адекватности описує приклад Національного банку України (НБУ).

Рис. 1.2. Інструменти монетарної політики

Джерело: складено автором за [45].

Потрібно усвідомлювати, що всі інструменти можуть так чи інакше слугувати для досягнення будь-якої стратегічної цілі. У зв’язку з цим, важливим є наголошення на природі таргетування. На противагу інтуїтивному уявленню, яке часто виникає, коли йдеться про таргетування, останнє не означає ізолювання монетарної політики в одній регуляторній площині. До формування такого уявлення іноді підштовхує застосування терміну монетарний канал або мова про

трансмісійний механізм, які натякають, що дія всіх інструментів буде спрямована на конкретну сторону фінансової системи. Насправді мається на увазі зовсім не це, і важливо розуміти, що проведення монетарної політики не має онтологічних відмінностей за різних режимів. Справа полягає в наведенні більш вдалої аналогії: втілення монетарних заходів більше нагадує не посилання імпульсів до фінансової системи одним із розгалуженої системи каналів, а здійснення поштовхів якоїсь малорухомої маси в очікуванні її зсуву. При цьому відбувається зсув усієї маси, а оцінюється він тільки на основі її прибуття в єдину точку. Так при реалізації монетарної політики у рух завжди приходить уся множина економічних взаємозв'язків, передаючи імпульс у всі сфери економічної діяльности; таргетуючи певний показник, ми чекаємо впливу цього імпульсу в одній сфері, вимушено ігноруючи суцільність в економічних змінах. Багато досліджень та практичних зусиль зосереджуються на щонайповнішому визначенні впливу монетарних заходів, намагаючись зрозуміти фундаментальний вплив монетарної політики на економіку, однак таргетування здійснюється й при обмеженому знанні. Досить часто теоретиками описується загальний результат досягнення монетарного орієнтиру, і такий емпіричний зв'язок є цілком достатнім для розробки та проведення ефективної політики, при чому повна природа економічних процесів може бути прихованою від дослідників. Дослідження монетарних каналів і трансмісійного механізму є нашою спробою описати складніший процес, у сенсі формальної моделі, яка наближено описує неподільну дійсність. Виділення механізмів впливу монетарної політики на економічні процеси має беззаперечне практичне значення; при цьому варто пам'ятати, що об'єкт дослідження значно складніший за свою модель і у своєму русі має безліч непередбачуваних, а також просто непомітних наслідків.

1.2 Основні теоретичні концепції економічного зростання та роль монетарної політики

Протягом історії економічне зростання пов’язувалося дослідниками з найрізноманітнішими факторами, починаючи з використання всіх видів ресурсів і закінчуючи інституційними й біхевіористськими чинниками та чинниками науково-технічного прогресу. Одна з найбільш ранніх економічних теорій – меркантилізм – пов’язувала економічний добробут із володінням золотом – грошима, і економічне зростання з приростом грошей у володінні.

Раннім запереченням цього погляду була кількісна теорія грошей, відомим пропонентом якої виступив Девід Г’юм. У теорії стверджувалося, що пропозиція грошей – дорогоцінних металів – і її відношення до попиту на гроші визначали рівень цін в економіці, тобто за інших рівних умов, збільшення пропозиції грошей у k разів призвело би до рівно такого ж підвищення цін. Г’юм продемонстрував хибність меркантилістського уявлення про виникнення багатства в обігу, застосовуючи кількісну теорія грошей для демонстрації механізму зміни платіжного балансу в залежності від змін пропозиції грошей під час міжнародної торгівлі.

Звичайно, тут можна знайти корені дебатів про нейтральність грошей – ідею про те, що зміни обсягу грошової маси впливають тільки на номінальні величини в економіці, не зачіпаючи реальних процесів. Головних носіїв класичної економічної думки зазвичай згадують як прихильників ідеї нейтральности: очевидно, що економічне зростання вони пов’язували з використанням землі, накопиченням капіталу та людською працею – вносячи в їхнє поєднання більші чи менші зміни в кожній новій теорії. Разом з тим, хибно вважати, що представники класичної економічної теорії приймали нейтральність безумовно. У роботах багатьох класиків зустрічаються згадки не нейтральних грошей; у деяких роботах розглядалися конкретні джерела впливу змін у грошовій масі на реальне виробництво [53]. Серед інших, такими теоретичними

пошуками займалися Д. Г'юм, Д. Рікардо, Т. Мальтус, Г. Торнтон, Дж. Ст. Мілл та Р. Торренс [53, с. 4].

Призвідник кейнсіанської революції, Дж. М. Кейнс, розвитком своєї думки ознаменував остаточних перехід від майже метафізичного пошуку природи економічних процесів до практичного розгляду питань економічного зростання. Знаменитий аргумент Кейнса полягав у тому, що економічні кризи можна подолати стимулюючи сукупні витрати та в запереченні автоматичного відновлення повної зайнятости після негативного шоку попиту. Кейнс приймав, що зайнятість зростатиме тільки при зменшенні заробітної плати, але зауважив, що номінальна заробітна плата є більш жорсткою ніж ціни, адже наймані робітники значно гостріше реагують на її зменшення, ніж на зростання цін. Тоді при збільшенні грошової маси зростання цін призведе до зниження реальної заробітної плати та збільшення обсягу випуску.

Стимулювання сукупного попиту, зростання якого пов'язувалося з подальшим економічним зростанням, включало зниження відсоткової ставки, що робить доступнішими інвестиційні ресурси – центральний принцип сучасної монетарної політики. Також у кейнсіанській теорії монетарний регулятор відіграє роль можливого ризику, через що монетарна політика стає фактором напряму розвитку економіки у довгостроковому періоді. Якщо регулятор дає підстави очікувати від нього непередбачуваних дій, це призводить до більшого ризику для інвесторів, і навпаки, при проведенні передбачуваної монетарної політики, рівень безробіття в економіці в довгостроковому періоді буде порівняно нижчим [38].

Представники монетаризму не погодилися з кейнсіанським акцентом на фіскальному регулюванні економіки. На відміну від кейнсіанців, вони вважають, що приватний сектор є відносно стабільним і здатен на саморегулювання. Економічні коливання монетаристи пояснювали не мінливістю приватних витрат, а непередбачуваністю та нестабільністю державної політики, зокрема фіскальної та монетарної.

М. Фрідман, один з найвидатніших представників монетаризму, вважав, що наймані працівники не можуть постійно обманюватися стосовно свого реального доходу і збільшувати пропозицію праці у світлі інфляції – це знайшло відображення в його теорії адаптивних очікувань. Відповідно до неї, очікування економічних суб'єктів спираються на значення змінних минулих періодів та корегуються з урахуванням зроблених раніше помилок, тобто суб'єкти вчаться на власному досвіді. У монетаристській теорії економічне зростання залежить від монетарного імпульсу: збільшення грошової маси призводить до збільшення попиту на інвестиції, що, збільшивши сукупний попит, спричиняє загальний ріст цін. При цьому зменшується реальна заробітна плата найманих працівників, а роботодавці, підвищуючи номінальну заробітну плату, стимулюють пропозицію праці. Фрідман вважав зміни в грошовій масі головним чинником змін номінального доходу, і монетаристи постулюють її вплив у короткостроковому періоді на реальне економічне зростання. Для довгострокового періоду вони визнають нейтральність грошей.

Спробою об'єднати неокласичну та кейнсіанську школи став неокласичний синтез. До розробки цього теоретичного напряму доклалися Дж. Хікс, Ф. Модільяні та П. Самуельсон, і останній найбільше сприяв його популяризації [30]. У межах синтезу кейнсіанське уявлення про жорсткість цін поєднувалося з неокласичними принципами мікроекономіки [47, с. 233-237]: поєднання здійснювалося в моделі IS-LM, розробленої Хіксом, при цьому попит на гроші обґрунтовувався через макроекономічну теорію вибору домогосподарств. Початково вважалося, що ціни й номінальна заробітна плата не впливають на реальні показники економіки, але зі зростанням інфляції у 1960-х роках було виявлено її зв'язок із реальними змінами. Центральною для моделювання стала крива Філліпса, яка описувала компроміс між рівнем інфляції та безробіттям.

Монетарній політиці в неокласичному синтезі відводилася важлива роль у межах теоретичної концепції, але практики утримувалися від її використання для стабілізації економіки. Більша роль відводилася фіскальній політиці, адже

монетарна вважалася такою, що створює нерівномірності в секторах економіки та надто повільною через залежність інфляції від психологічних чинників та інерційного руху [47, с. 237].

Відповіддю на деякі подальші емпіричні виклики стало виникнення теорії внутрішнього зростання [19]. На противагу неокласичним теоріям зростання (як от моделі Солоу – Свона), які розглядали темп технологічного прогресу заданим екзогенно, теорія внутрішнього зростання отримала свою назву від постулювання ендогенности темпу технологічного прогресу, тобто пропозиції каналів, через які на нього впливають економічні фактори. У рамках теорії наголошується на тому, що технологічний прогрес залежить від інновацій, які виникають у ринковому процесі. Підкреслюється й роль витрат на НДДКР, які можуть стимулюватися завдяки відповідній державній політиці.

У моделях внутрішнього зростання гроші не є нейтральними, і монетарна політика може впливати на заощадження, інвестиції та продуктивність у довгостроковому періоді. Збільшення грошової маси стимулює економічне зростання, однак позитивний вплив супроводжується зростанням інфляції [74]. Багато уваги приділяється також бюджетній політиці, де постулюється, що значний державний борг уповільнює економічне зростання через зниження споживання та інвестицій. Новітні загальні дослідження показують, що жорсткіша боргова політика призводить до вищих темпів зростання і вищого добробуту довгостроковій перспективі. Монетарна політика, при цьому, може до деякої межі компенсувати розбалансовану політику регулювання державного боргу. Збільшення грошової маси й насправді призводить до економічного зростання та збільшення темпів інфляції, однак після певної межі позитивний ефект на добробут від збільшення споживання анулюється негативним ефектом інфляції та збільшення пропозиції праці [50].

Представники інституційного напряму економічної теорії найчастіше наголошують на ефективности інституцій, що супроводжують втілення монетарної політики, такі як довіра до центрального банку або інституції, що сприяють захисту прав власности. Сучасні дослідження цього напряму знаходять

більш конкретні механізми зв'язку якости інституцій з ефективністю монетарної політики – наприклад, режиму інфляційного таргетування [22, с. 425]. Разом з тим, підхід до монетарної теорії в науково-дослідній програмі нового інституціоналізму – напряму більш близького до економічного мейнстриму, ніж традиційний інституціоналізм – приймає основні постулати неокласичної монетарної теорії і претендує тільки на її поглиблення та уточнення інституційними методами [68].

Погляди на монетарну політику і її зв'язок з економічним зростанням представників різних економічних теорій можна коротко узагальнити, як це зроблено в таблиці 1.1.

Таблиця 1.1

Роль монетарної політики в економічних теоріях зростання

Економічна теорія	Роль монетарної політики
Класична економічна теорія	Мінімальна, гроші нейтральні, впливають лише на номінальні змінні.
Кейнсіанська теорія	Значна, стимулювання сукупного попиту через управління відсотковими ставками
Монетаризм	Центральна, стабільність грошової маси як основа економічного зростання.
Неокласичний синтез	Непряма, сприяння інвестиціям у короткостроковій перспективі.
Теорія ендогенного зростання	Стимулювання інновацій, інвестицій у людський капітал.
Інституційна економічна теорія	Забезпечення стабільности економічних інституцій.

Джерело: складено автором.

Новітні дослідження у монетарній теорії та з питань монетарної політики фокусуються на низці різних завдань. Значна частина досліджень стосується пошуку емпіричних закономірностей в економічних процесах та інкорпорування їх у теоретичні моделі, які продовжують ускладнюватися та характеризуються досить громіздким математичним апаратом.

Одним з гостро актуальних сьогодні предметів дослідження є нульова нижня межа – ZLB (*англ.* zero lower bound). ZLB є межею для зниження центральним банком облікової ставки, нижче якої трансмісійний механізм для відсоткового каналу перестане працювати. Поширена інтуїтивна думка про те, що при ZLB монетарна політика стає неефективною не раз детально розглядалася та заперечувалася економістами. На практиці центральні банки деяких країн уже знижували свої облікові ставки нижче нуля, намагаючись досягти бажаного пом'якшення монетарної політики при зіткненні з економічними спадами, однак ефективність такої політики залишається предметом дискусій.

Прикладом роботи в цьому напрямку є G. B. Eggertsson et al. [65] – важливе дослідження впливу негативних номінальних процентних ставок на економіку через канал банківського кредитування. Автори знаходять, що передача негативних ставок через канал кредитування є вкрай обмеженою коли депозити досягають нижньої межі, і негативні ставки можуть знизити прибутковість банків, що зменшить їх стимул до розширення кредитування. Ефективність же негативних ставок можлива за умови посилення інших каналів трансмісії. З іншого боку, C. Altavilla et al. [56] показують, як негативні ставки можуть стимулювати кредитування та призводити до росту реальних інвестицій. Це добре демонструє розрізненість висновків, якою характеризується цей напрям досліджень.

Ще одним значущим напрямом досліджень є пошук оптимального рівня інфляції для таргетування. Це завдання часто пов'язується з умовою ZLB, як у D. Cho et al. [66], що стосується розвинених країн, але виступає і як самостійний напрям наукового пошуку. Наприклад, K. Adam & H. Weber [21] пов'язують оптимальний цільовий рівень інфляції з відносною зміною цін на товари, а D. V. Dinh застосовує доволі прямолінійний регресійний аналіз для статистичного визначення оптимальної цілі [40].

Багато зусиль дослідників спрямовані на включення в монетарні моделі гетерогенности економічних моделей. F. O. Bilbiie [29] пропонує нову модель,

що підкреслює важливість нерівности, ризику та їхньої циклічности у відомій моделі HANK. Тоді як P. Ottonello & T. Winberry [67] досліджують роль гетерогенности фірм для інвестиційного каналу монетарної політики. Вони з'ясовують, що фірми з найменшим ризиком банкрутства найбільш чутливо реагують на монетарні шоки.

Активно розвивається новий напрям досліджень: екологічна монетарна політика. Економісти досліджують зв'язок монетарної політики з екологічним впливом економічної діяльности, оцінюють вуглецевий слід центральних банків і шукають шляхи адаптації монетарної політики для стимулювання її більш екологічного впливу (див., напр. [69; 61].

Багато досліджень фокусуються на окремих поточних питаннях, важливих для монетарної теорії або для практики монетарної політики. Так, O. Jordà et al. [58] наводять емпіричний аргумент проти довгострокової нейтральности грошей, документуючи та аналізуючи вплив продовження впливу монетарних шоків навіть через десятиліття. Їх результати свідчать про значний довгостроковий негативний ефект монетарної рестрикції, який, однак, не компенсується аналогічним позитивним ефектом м'якої політики.

У свою чергу, I. Werning [75] розробляє ґрунтовну теоретичну основу для цілком інтуїтивного уявлення про те, що інфляційні очікування впливають на поточний рівень інфляції, тим самим пропонуючи формальну основу для розуміння простого трансмісійного механізму інфляційного процесу.

Вітчизняні дослідники також зосереджуються на окремих питаннях теорії, а також на стані національної економіки, який надає все нові приводи для аналізу (напр., див. [2]). І. Школьник та Ю. Огорілко [20] досліджують історичний вплив екзогенних шоків на монетарну політику.

Академік А. А. Гриценко досліджує вплив невизначености на довіру, пов'язуючи монетарну безпеку та забезпечення довіри в монетарній сфері проведенням політики монетарної стабільности, яка повинна охоплювати як внутрішній, так і зовнішній елементи (рівень інфляції та обмінний курс) [4].

О. О. Любіч та Д. Г. Хохич стверджують, що інфляційне таргетування виявляється ефективнішим у стимулюванні випуску, якщо центральний банк одночасно здійснює управління обмінним курсом, тоді як режим вільного плавання курсу може посилювати ризик перманентного зростання інфляції через коливання обмінного курсу [10].

Розробку системної моделі монетарного регулювання в Україні провадили А. Ходжаян та Н. Калюжна [17], які у своїй моделі відобразили системний характер як монетарного регулювання взагалі, так і його специфічного проведення в Україні. Робота, таким чином, виконує задачу формалізації опису процесів, раніше відомих у нестрогій формі.

1.3 Вплив монетарної політики на макроекономічні показники

Процес передачі монетарних імпульсів на реальну економіку носить назву монетарної трансмісії. В економічній літературі немає консенсусу стосовно механізму монетарної трансмісії, і різні теорії пропонують його різні пояснення. Однак будь-яка теорія механізму монетарної трансмісії повинна будуватися на двох невід’ємних припущеннях, які знаходять дуже широке відображення в практиці [55, с. 216].

По-перше, для того, щоб спричинені монетарною політикою зміни в грошовій базі мали якийсь вплив, окрім безпосередніх змін у балансі центрального банку, інші агенти не повинні мати можливости компенсувати ці зміни саме шляхом зміни кількости або структури власних зобов'язань. Тобто необхідно припускати, що не існує цінних паперів, які б могли замінити гроші. Це припущення є виконується, якщо, наприклад, законодавчі обмеження не дозволяють приватним агентам випускати зобов'язання, які мають одну або більше характеристик валюти та банківських резервів – що справедливо в більшості випадків.

По-друге, повинна відхилятися сильна версія наївної кількісної теорії грошей: для того, щоб зміни грошової маси мали вплив на реальний сектор, номінальні ціни не повинні мати здатність миттєво зреагувати на ці зміни, нівелюючи вплив на реальну вартість грошової маси. Щоб задовольнити цій умові, достатньо припустити існування певного тертя в економіці, і що хоча б до якихось з монетарних змін номінальні ціни не можуть пристосуватися негайно через це тертя.

Як описано в класичній статті Ф. Мішкіна [62], у літературі зазвичай виділяються чотири канали монетарної трансмісії:

- процентний канал;
- кредитний канал;
- канал обмінного курсу;
- канал ціни активів.

Процентний канал є стандартним для кейнсіанської думки і дуже поширеним в економічній літературі, де багато монетарних принципів аналізуються саме на основі кейнсіанських моделей. Простий механізм трансмісії стримувальної монетарної політики схематично зображується так:

$$M\downarrow \rightarrow i\uparrow \rightarrow I\downarrow \rightarrow AD\downarrow \rightarrow Y\downarrow \rightarrow P\downarrow.$$

Заходи стримувальної монетарної політики призводять до зростання ставки відсотка й вартости капіталу, що зменшує обсяги приватних інвестицій, а значить і сукупного попиту. Це стає причиною зменшення обсягу випуску.

Кредитний канал передбачає передачу імпульсу від зміни пропозиції грошей центральним банком до реальної економіки через діяльність комерційних банків. У найбільш загальній формі трансмісія пояснюється зменшенням обсягів комерційного кредитування, яке призводить до скорочення обсягу інвестицій:

$$M\downarrow \rightarrow \textit{кредитування}\downarrow \rightarrow I\downarrow \rightarrow AD\downarrow \rightarrow Y\downarrow \rightarrow P\downarrow.$$

Перехід від заходів стримувальної монетарної політики до зменшення обсягів комерційних кредитів може відбуватися в різні способи: зменшивши банківські резерви або зменшуючи вартість акцій підприємств, що забирає в них потенційні застави. У неідеальному ринку банки змушені підіймати при цьому вартість кредитів, роблячи їх менш доступними. Ці два механізми характерні для субканалу банківського кредитування та балансового субканалу відповідно. Теоретична розробка останнього асоціюється з іменами B. Bernanke, M. Gertler, і S. Gilchrist [28].

Акцент на один із субканалів сильно залежить від розвитку фінансової системи країни: банківське кредитування відіграє значну роль у банкоцентричних фінансових системах, і навпаки – у країнах з невеликою роллю банків. Якщо вважати США еталоном розвиненої фінансової системи, то в країнах, де вона нерозвинена, розділення кредитного каналу на субканали не має сенсу, і в багатьох дослідженнях ідеться тільки про загальний канал [35, с. 6]. Для випадку США вже давно обговорювалися сумніви стосовно важливості субканалу банківського кредитування [62, с. 7], а для України він традиційно залишався найбільш очевидним та важливим [9]. Разом з тим, відходячи від конкретних випадків, у цілях теоретичної повноти дослідники включають до класифікації ще й інші субканали кредитного каналу [1, с. 26].

Канал обмінного курсу діє завдяки підняттю, внаслідок стримувальної монетарної політики, ставки відсотка, що збільшує привабливість активів у національній валюті, тобто призводить до зростання попиту на неї. Це посилює її обмінний курс, що призводить до скорочення чистого експорту та, відповідно, обсягу випуску:

$$M\downarrow \rightarrow i\uparrow \rightarrow E\uparrow \rightarrow NX\downarrow \rightarrow Y\downarrow \rightarrow P\downarrow.$$

Звичний механізм впливу подорожчання національної валюти на чистий експорт, який полягає в тому, що зменшується реальна вартість імпорту та виручки від експорту, також має свої обмеження. Монетарне скорочення має

призводити до значнішого зменшення обсягів випуску в експортно-орієнтованих галузях. Також на практиці ціни в багатьох міжнародних контрактах встановлюються в доларах США, навіть якщо він не є валютою жодної зі сторін угоди. У такому випадку зростання курсу національної валюти не має прямого впливу на зовнішній попит на вітчизняний експорт, оскільки обмінний курс між валютою імпортера та доларом не змінюється. Чистий експорт тоді переважно скорочується за рахунок зростання імпорту [35, с. 7].

Канал ціни активів у своєму механізмі дії розкривається двома субканалами: q-теорією Тобіна та ефектом багатства. Для першоого Тобін визначає q як відношення ринкової вартости фірми до відновної вартости капіталу [73]. Коли q низьке, фірми не робитимуть нових інвестицій, адже їх капіталізація невелика порівняно з вартістю капіталу, і додаткові інвестиції потребують витрат, високих відносно до ринкової ціни фірми. Стримувальна монетарна політики знижує q за рахунок зниження цін активів – останній процес широко визнається, але відмінно інтерпретується окремими теоріями [62, с. 6]. Схематично субканал q-теорії Тобіна зображується:

$$M\downarrow \rightarrow P_e\downarrow \rightarrow q\downarrow \rightarrow I\downarrow \rightarrow Y\downarrow \rightarrow P\downarrow,$$

де P_e – ціна активів.

Дія субканалу ефекту багатства полягає в скороченні багатства споживачів у наслідок падіння цін активів (які є частиною багатства). Це знижує ресурси споживачів, і зменшується саме споживання:

$$M\downarrow \rightarrow P_e\downarrow \rightarrow багатство\downarrow \rightarrow C\downarrow \rightarrow Y\downarrow \rightarrow P\downarrow.$$

Цей субканал був описував Ф. Модільяні [63], і на ньому наголосили, наводячи емпіричні докази на користь існування цього шляху монетарної трансмісії, M. J. Barth і V. A. Ramey [25].

У новішій статті, де Ф. Мішкін виступив співавтором Ж. Бойвіна та М. Кайлі [31], автори повертаються до огляду теоретичних підходів до механізму монетарної трансмісії, відзначаючи зміни в теорії та в практиці проведення монетарної політики. Вони зазначають, що одним з ключових чинників змін у каналах трансмісії стала фінансова дерегуляція, яка сприяла розвитку ринків капіталу й сек'юритизації. Її наслідком стало зниження залежности фірм від банківського кредитування, що призвело до зменшення ролі субканалу банківського кредитування та підвищило значення каналу цін активів. Ще одним важливим впливом, імовірно, стала глобалізація економіки, яка збільшила вагу каналу обмінного курсу – головним чином для малих відкритих економік.

Цікавою є класифікація, прийнята авторами в метатеоретичних цілях. Вони розділяють усі підходи до трансмісійного механізму на неокласичні та не-неокласичні (або кредитні) (див. рис. 1.3). Автори відзначають, що в макроекономічних моделях домінантними лишаються неокласичні канали, тоді як дослідження кредитних каналів рідкісні, і сфера не досліджена детально.

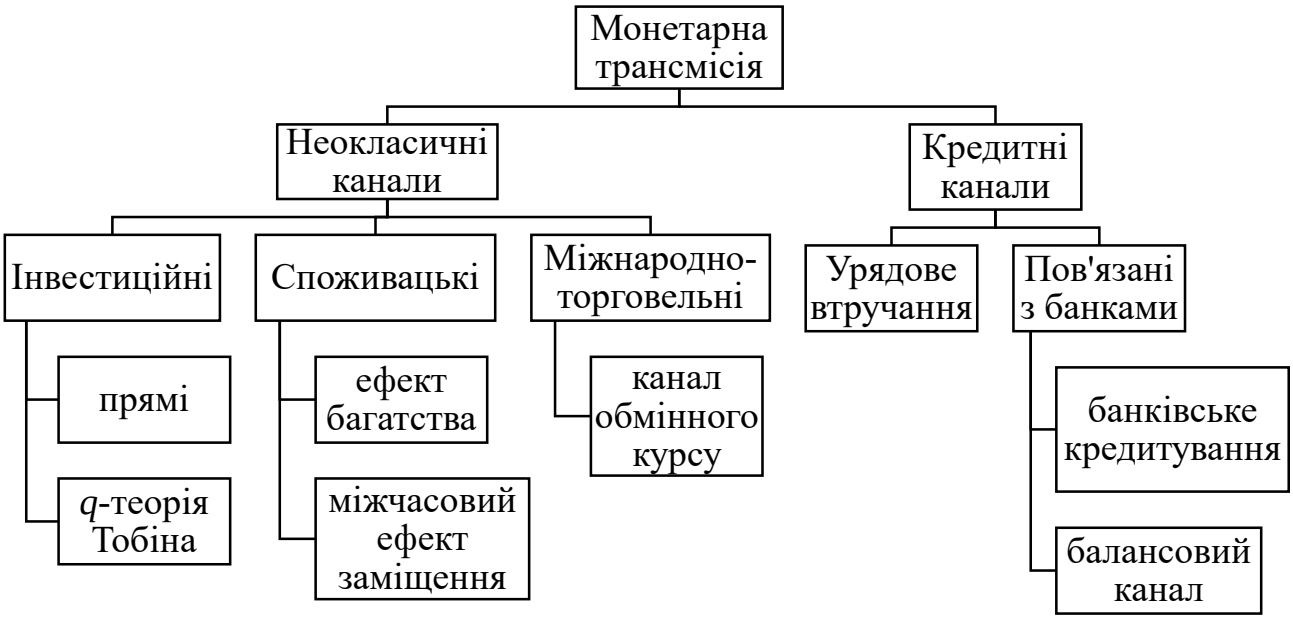

Рис. 1.3. Класифікація каналів монетарної трансмісії Бойвіна, Кайлі та Мішкіна

Джерело: складено за [31].

Це залишається викликом для вітчизняної науки в її пошуках моделі трансмісійного механізму в економіці України, яка характеризується визначальною роллю у фінансовій системі банків як передавачів імпульсу. Українські науковці досліджують механізм трансмісії у зв'язку з макроекономічною стабільністю [18] та ведуть роботу з опису нових ефектів у монетарній трансмісії, які виникли через повномасштабне вторгнення Росії в Україну [5].

Ще одним викликом теорії трансмісії є згадувана раніше проблема ZLB. При тому, що ціла низка країн уже опинялася в ситуації надзвичайно низької облікової ставки, пошук монетарних інструментів, що могли б замінити традиційні засоби політики, які за таких умов втрачають ефективність – є першочерговим завданням. У зв'язку з цим розвиваються дослідження монетарної трансмісії при близькій ZLB, спрямовані й на пошуки нових можливих каналів трансмісії.

Висновки до розділу 1

Монетарна політика має різне значення в залежності від економічних умов, які змінюються протягом історії. Проведення монетарної політики економічного зростання набувало різних форм у залежності від розвитку теоретичних поглядів на той час та від економічних викликів, що поставали перед творцями економічної політики. Сьогодні родь монетарної політики полягає, в першу чергу, у забезпеченні макроекономічної стабільности, яка є стійкою основою для економічного зростання, а також у стимулюванні економіки. Центральні банки, які найчастіше відповідають за монетарну політику, використовують різноманітні інструменти, щоб створити монетарний імпульс або скорочення, вплив яких переноситься на реальну економіку в процесі монетарної трансмісії.

У процесі проведення монетарної політики, центральний банк встановлює цільові орієнтири за показниками стану економічної системи, залучаючи для їх досягнення конкретні інструменти в намаганні задіяти потрібний канал трансмісії. При цьому, як усі трансмісійні канали, так і цілі монетарного таргетування є нероздільно пов’язаними й утворюють складну систему взаємовпливів. Будь-який захід монетарної політики завжди залучатиме низку каналів трансмісії, і рух певного показника до заданої цілі завжди супроводжуватиметься варіацією інших макроекономічних змінних. Оскільки економічна система має неатомарний характер, ізольоване виділення одного впливу є неможливим.

Таким чином, монетарні теорії моделюють вплив монетарної політики тільки з певним ступенем наближення до реальних процесів, як це характерно й для моделей в інших науках. Різні теорії відводили різну роль монетарній політиці в контексті забезпечення економічного зростання: від виключно підтримувальної функції до вирішального місця в державній політиці. Сьогодні всі теорії, що знаходять застосування в економічній літературі або реалізуються практично, не визнають абсолютної нейтральности грошей, зазвичай приймаючи їхню не-нейтральність у короткостроковому або довгостроковому періоді, тим

самим погоджуючись, що монетарна політика може мати вплив на реальну економіку, а отже може й сприяти економічному зростанню. Уряди світу широко застосовують монетарну політику, тому мейнстримна теорія приділяє їй багато уваги. Найновіші дослідження зосереджуються не тільки на пошуках концептуальної основи монетарних процесів, але й на аналізі часткових випадків впливу монетарної політики на економічне зростання, а також окремими аспектами цього впливу, як от варіацією різних показників добробуту, рівністю розподілу монетарних ефектів, екологічністю монетарної політики тощо.

Центральним для розуміння зв'язку монетарної політики та економічного зростання є дослідження монетарної трансмісії. Теорії відомі декілька трансмісійних каналів, які мають різну актуальність у залежності від характеристик економіки, де проводяться монетарні заходи. Канали характеризуються різним ступенем теоретичної розробки. Механізм монетарної трансмісії України не є достатньо дослідженим, і актуальні для нашої країни трансмісійні канали отримують менше уваги в зарубіжній економічній літературі через їхнє менше значення для країн з розвиненою фінансовою системою.

Канали трансмісії також зазнають змін як завдяки інституційним змінам у світі, так і через зміщення акцентів досліджень. Одним з важливих сучасних викликів є наближення в деяких країнах облікової ставки до ZLB, що робить традиційні інструменти монетарної політики малоефективними й вимагає пошуку нових трансмісійних каналів. У цьому контексті дослідження потребують новітні неконвенційні методи монетарної політики, застосовувані центральними банками в таких умовах.

РОЗДІЛ 2. МОЖЛИВОСТІ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ЕКОНОМІЧНОГО ЗРОСТАННЯ ЗАСОБАМИ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ

2.1. Міжнародний досвід монетарної політики економічного зростання: розвинені країни та країни, що розвиваються

Проведення монетарної політики в розвинутих країнах та в країнах, що розвиваються, маючи спільні цілі та способи впливу на економічне зростання, в останнє десятиліття зустрічалося з різними викликами та відрізнялося своїм інструментарієм. Зрозуміло, що відмінності в монетарній політиці економічного зростання пов'язані власне із різним рівнем економічного зростання; при цьому сутнісні розбіжності є незначними та зазвичай мають не виключно економічний характер: вони пов'язані зі своєрідністю організації роботи регулятора, законодавчими особливостями тощо.

Після глобальної фінансової кризи 2008 року перед розвиненими економіками повстала проблема ZLB – це особливо стосувалося США, ЄС та Японії – коли надто низька інфляція співіснувала з низькими процентними ставками. У середині 2010-х років у багатьох розвинених країнах інфляція залишалася на нижчому за цільові 2% рівні, а ключова ставка відсотка сягала значень близьких до нуля. У зв'язку з цим деякими центральними банками почали впроваджуватися від'ємні відсоткові ставки (яскраві приклади – ЄЦБ у 2014 р. та Банк Японії у 2016 р.).

Разом з тим, ФРС, ЄЦБ та Банк Японії провели кілька раундів кількісного пом'якшення (QE – *англ.* quantitative easing). Центральні банки здійснювали викуп активів з метою безпосереднього впливу на довгострокові процентні ставки, тобто здійснювали ін'єкцію грошей безпосередньо в економіку. При цьому баланси центральних банків зросли до своїх історичних максимумів. Як ще один інструмент монетарної політики використовувалося «інформування громадськости про наміри» (*англ.* forward guidance), яке полягає у встановленні зрозумілого орієнтиру напряму монетарної політики для збільшення її

передбачуваности та врівноваження економічних очікувань, а фактично найчастіше проявлялося в обіцянці утримувати ключову ставку на низькому рівні протягом тривалого часу.

Ці кроки стали реакцією на найзначніший виклик у сфері монетарного регулювання для розвинутих економік: загрозу інфляції при повільному економічному зростанні. В цілому монетарну політику розвинутих країн останнього десятиліття можна охарактеризувати як безпрецедентно м'яку завдяки постійно низьким номінальним ставкам та значному обсягу вливання ліквідности.

Ефективність такої політики стала предметом багатьох досліджень і дискусій. Її пропоненти переконані, що «надм'яка» монетарна політика виконала свою роль, допомігши уникнути затяжних депресій. З цього боку згадані заходи розглядаються як неагресивна форма стимулювання економіки, завдяки якій вдалося досягти поступового зниження рівнів безробіття за продовжуваної низької інфляції. Цей тип м'якої політики відзначається як ефективний при ZLB, що є досить значним компліментом для всієї обговорюваної структури монетарної політики.

Разом з тим, знаходиться й достатня частка критичних відгуків на новітню практику монетарної політики в розвинутих країнах. Якщо основний аргумент на її підтримку стосується реальних показників і успіху підтримки економічного зростання монетарними інструментами, похідними від якого є зауваги про вплив нових інструментів на відсоткові ставки та пов'язані з ними технічні дослідження трансмісійного механізму, то критика зазвичай стосується процесів у фінансовому секторі. Належність протилежних аргументів до різних класів дещо ускладнює співставлення досліджень ефективности, і в літературі немає чітко визначеного консенсусу стосовно нових інструментів монетарної політики: замість нього сформувалася мейнстримна *позиція*, яка базується на низці припущень та висновком своїм має компроміс – природня ситуація для сьогоднішньої ситуації підвищеної спеціалізації усіх процесів.

Основним критичним зауваженням є вплив нових інструментів на фінансову стабільність. Тривалі періоди дешевих грошей стимулюють зростання цін активів і збільшення боргового навантаження. Значущим та показовим є приклад глобальної фінансової кризи 2008 року, коли швидке зростання супроводжувалося прихованим накопиченням вразливих місць фінансової системи. Це демонструє той важливий для розуміння факт, що цінова стабільність не гарантує відсутности дисбалансів у фінансовій системі: говорячи узагальнено, утримувані тривалий час низькі відсоткові ставки можуть створювати загрози для фінансової стабільности, якщо вони не доповнені грамотними макропруденційними заходами. Додаткове акцентування уваги на макропруденційній політиці стало характерної рисою функціонування розвинених економік у період після глобальної фінансової кризи. Зрозуміло, що ті самі побоювання стосуються провадження експансивної монетарної політики в періоди низької інфляції.

Контекст провадження монетарної політики відмінний для країн, що розвиваються. У цьому випадку багато ринків мають історично вищу інфляцію та інфляційні очікування, а отже й загалом вищий рівень номінальних ставок. У 2010-х роках рівень інфляції як у розвинених країнах, так і в країнах, що розвиваються, слідував глобальній тенденції на зниження [51, с. 6], і якщо для розвинених країн це зниження призвело до занепокоєння стосовно дефляції, то багатьом країнам, що розвиваються, допомогло наблизитися до свого інфляційного таргету.

Історично різні рівні інфляції є основним фактором, який визначає відмінності в контексті провадження монетарної політики. Зрозуміло, що проблема ZLB неактуальна для країн, що розвиваються, і вони майже взагалі не вдавалися до зниження ключових ставок до значень, близьких від нуля, дбаючи про збереження привабливости активів у національних валютах і, відповідно намагаючись уникнути відпливу капіталу.

Оскільки валюти країн, що розвиваються, схильні девальвувати в періоди стресу, значний акцент покладається на інфляцію імпорту. Закономірно, що

центральні банки цих країн більш рішуче реагують на зміну обмінного курсу підвищенням ставки, ніж розвинені країни. У світлі питання відтоку капіталу для багатьох країн, що розвиваються, є важливим випередити в часі підняття ключової ставки ФРС США, яке підвищує дохідність часто найпривабливіших для інвесторів доларових активів.

Характерним є і занепокоєння стосовно ефективности монетарної політики в країнах, що розвиваються, взагалі (див, напр. [34]). Можна виділити щонайменше дві значні сторони цього питання: погано розвинені механізми монетарної трансмісії та монетарна залежність від глобальних умов. Перша проблема стосується фінансової системи кожної окремої країни, і ставить ефективність монетарної політики в залежність від ступеня її розвитку, функціонування інституцій тощо. Проблема ж залежности має більш загальний характер. Вона полягає в стійкій реакції економіки країн, що розвиваються, на монетарну політику країн-гегемонів економічного поля гри. Новітні дослідження зазвичай демонструють той чи той спосіб, у який монетарна політика країн, що розвиваються, усе ж має силу та здійснює значущий вплив на макроекономічні умови. Питання, проте, далеке від закриття й залишається предметом різносторонніх емпіричних досліджень та умовиводів про роль політики.

В процесі пошуку ефективних підходів до монетарної політики у світі сформувалася тенденція переходу до режиму інфляційного таргетування (див. рис. 2.1) (вихідні дані – у додатку А). Статистику про монетарні режими надає МВФ у своїй базі даних AREAER (Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions) [54]. Вона включає 190 країн-членів та наступні території: Аруба, Кюрасао та Сінт-Мартен (усі – Королівство Нідерланди: інформація по Кюрасао та Сінт-Мартену подається разом, оскільки вони мають спільний центральний банк), а також САР Гонконг та САР Макао (обидва – Китайська Народна Республіка).

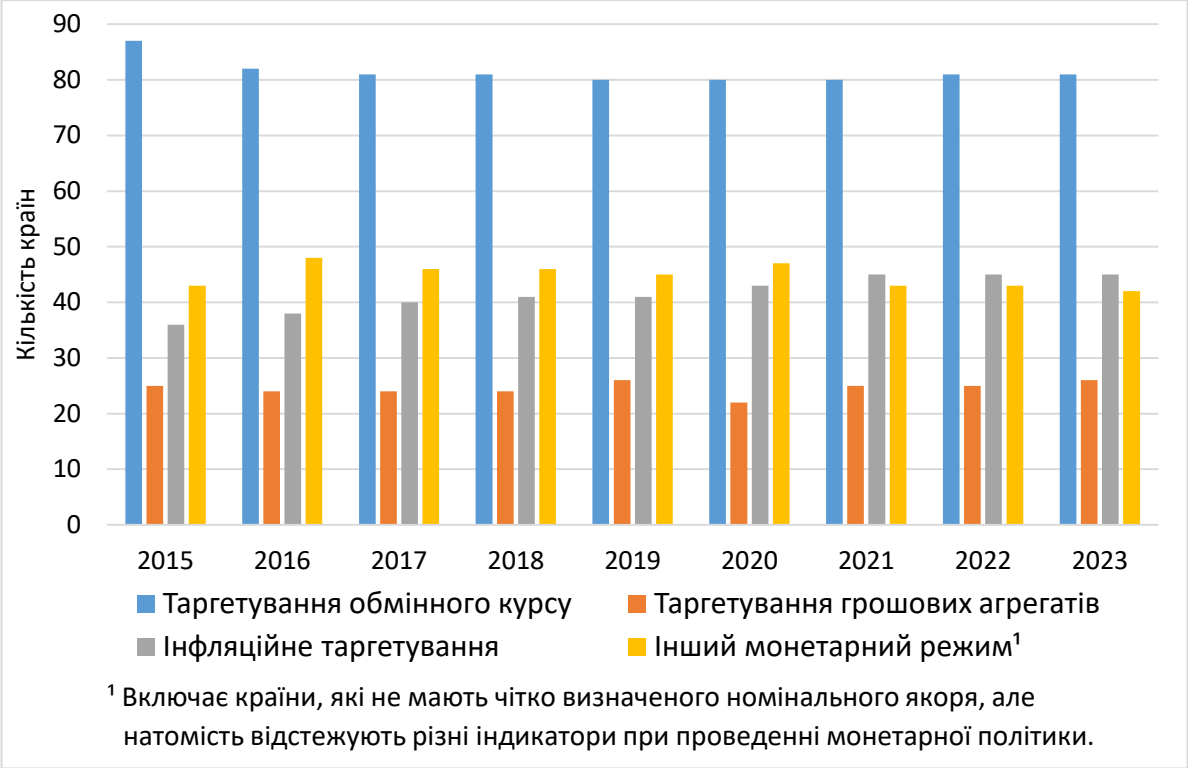

Рис. 2.1. Монетарні режими

Джерело: складено за [54].

Попри загалом низхідну тенденцію, домінантним режимом монетарної політики у світі залишається таргетування обмінного курсу, тоді як таргетування грошових агрегатів має найменшу актуальність. Серед розвинених країн жодна не вдається до цього режиму (див. рис. 2.2) і в останнє десятиліття його впроваджує найменша частка усіх країн: близько 12-14% (табл. 2.1). Популярність інфляційного таргетування засвідчується поступовим переходом до цього режиму все більшої кількости країн, що розвиваються, кількість же розвинених країн, які таргетують значення інфляції, не змінювалася останні десять років. Розвинені країни найчастіше відповідають категорії іншого монетарного режиму, адже користуються неявним якорем, проводячи моніторинг низки показників і здійснюючи інтервенції для врегулювання їхніх абсолютних та відносних величин. Детальний огляд див. у [37; 36].

У 2023 році з 81 країни, що мала орієнтиром монетарної політики значення обмінного курсу, 38 прив'язувалися до долара США, 25 – до Євро, 8 мали складений портфель і 10 використовували інші валюти [23, с. 13].

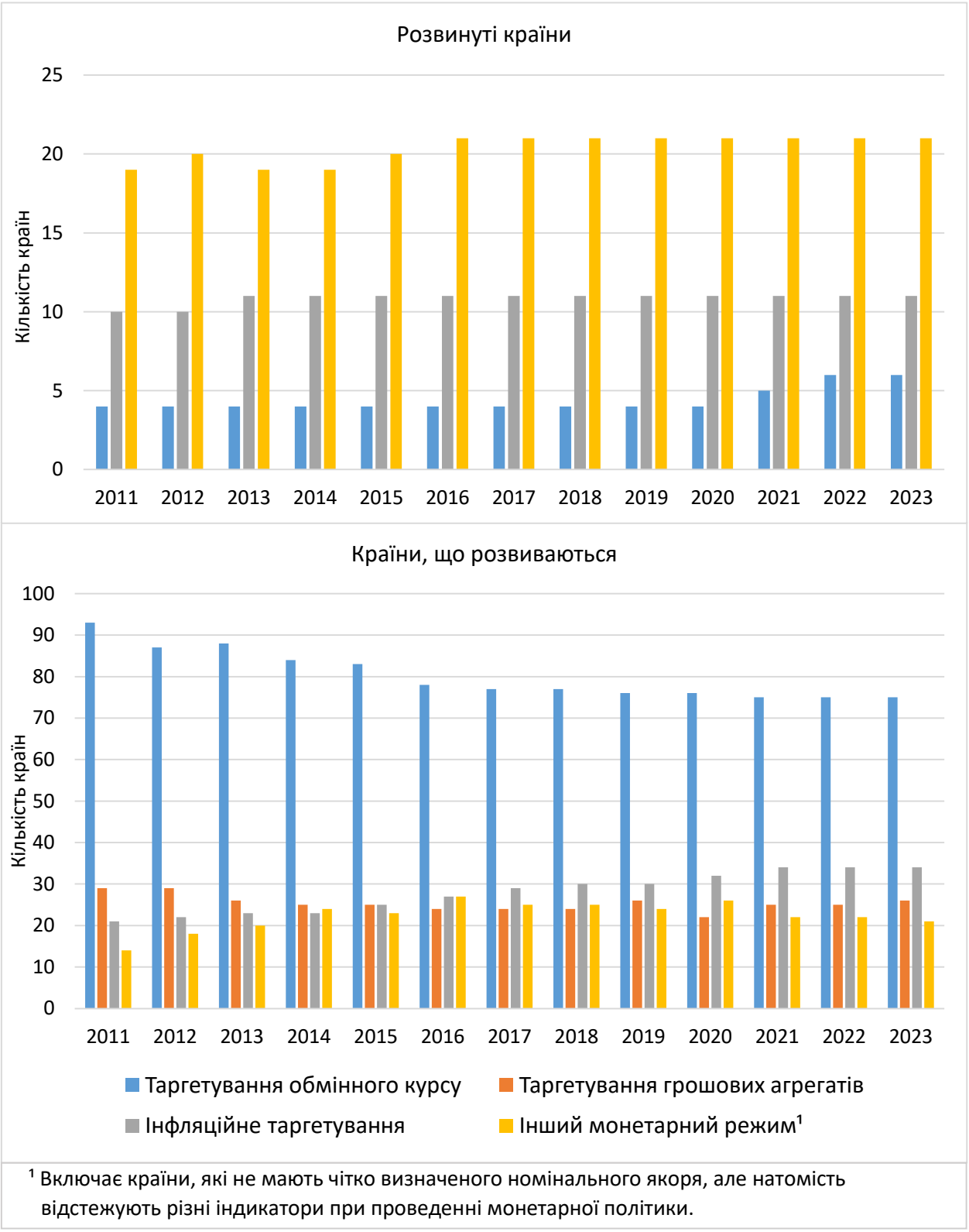

Рис. 2.2. Монетарні режими за типом ринків

Джерело: складено за [54].

Хоча формально країни, що розвиваються, активно переймають інфляційне таргетування, на практиці їхні центральні банки нерідко

Таблиця 2.1

Режими монетарної політики, % від членів МВФ

Рік	Таргетування обмінного курсу	Таргетування грошових агрегатів	Інфляційне таргетування	Інший монетарний режим[1]
2011	51,1	15,3	16,3	17,4
2012	47,9	15,3	16,8	20,0
2013	48,2	13,6	17,8	20,4
2014	46,3	13,2	17,9	22,6
2015	45,5	13,1	18,8	22,5
2016[2]	42,7	12,5	19,8	25,0
2017	42,4	12,6	20,9	24,1
2018	42,2	12,5	21,4	24,0
2019	41,7	13,5	21,4	23,4
2020	41,7	11,5	22,4	24,5
2021[3]	41,5	13,0	23,3	22,3
2022[4]	41,8	12,9	23,2	22,2
2023	41,8	13,4	23,2	21,6

[1] Включає країни, які не мають чітко визначеного номінального якоря, але натомість здійснюють моніторинг різних індикаторів при проведенні монетарної політики.

[2] Науру стала членом МВФ 12 квітня 2016 року і була додана до бази даних AREAER.

[3] Андорра стала членом МВФ 16 жовтня 2020 року та була додана до бази даних AREAER.

[4] САР Макао було додано до бази даних AREAER.

Джерело: [54].

переслідують кілька цілей одночасно, контролюючи не тільки інфляцію, але й обмінний курс та фінансову стабільність в цілому. Відповідно, вони частіше вдаються до валютних інтервенцій та заходів контролю відтоку капіталу. Сучасні рамки монетарної політики в країнах, що розвиваються, еволюціонували до комбінації таргетування інфляції із втіленням валютних інтервенцій та макропруденційних заходів у разі потреби. «Гібридність» цього підходу дозволяє поєднувати плаваючий курс та внутрішню цінову стабільність із можливістю захисту в кризових ситуаціях.

Значною віхою стала криза, пов’язана з пандемією COVID-19 та карантинними обмеженнями в усьому світі. Шок 2020 року призвів до стрімкого

падіння ВВП, на яке центральні банки відповіли усіма можливими заходами стимулу (які розгорталися й у сфері фіскальної політики). Завдяки ним вдалося уникнути фінансового краху, але відновлення попиту у 2022 році зустріло порушені ланцюги постачання й шоки пропозиції багатьох сировинних продуктів, що призвело до різкого зростання рівня інфляції.

Певний час панувала невизначеність стосовно характеру інфляції, яку вважали тимчасовою. Центральні банки не поспішали підвищувати ключові ставки, бажаючи закріпити зростання після пандемії. Але вже до кінця 2021 року стало зрозуміло, що ціновий тиск міцнішає й ризикує закріпитися, і у 2022 році відбулося найзначніше підвищення ставок за останнє десятиліття (серед помітних змін – ФРС і ЄЦБ). В цілому перехід до більш рестрикційної політики відбувся у більшості країн і ознаменував кінець довгого періоду наддешевих грошей.

Інфляція почала поступово сповільнюватися у 2023 році, що підтвердило здатність центральних банків стрімким підвищенням ставок перевернути інфляційний сплеск і не допустити його укорінення. Звісно, з моментальними наслідками стало яскраво очевидно, що фінансова стабільність може опинитися під загрозою і у випадку різкої зміни монетарної політики після тривалого періоду стимулювання. Тобто з одного боку, підтвердилася роль рішучої політики у стримуванні інфляції: центральні банки змогли повернути контроль над цінами навіть із певним запізненням, не завдавши при цьому ринкам катастрофічного удару. А з іншого боку, очевидною стала потреба серйозної реакції на зміни рівня інфляції в будь-який бік. Окремим висновком цього періоду стала й роль узгодження монетарної та фіскальної політик, які не тільки здатні підвищити ефективність одна одної при вдалій координації, але й звести нанівець власні впливи, опинившись у протиріччі.

2.2. Неконвенційні інструменти монетарної політики

Неконвенційні інструменти монетарної політики народилися з практики і значною мірою лишаються приналежними саме до практичної сторони людської діяльности в питаннях монетарного регулювання. Звідси й знаменита цитата Б. Бернанке про найяскравіший неконвенційний інструмент: «Проблема з кількісним пом'якшенням полягає в тому, що воно працює на практиці, але не працює в теорії». Це означає, що педантизм теорії ще не торкнувся неконвенційних інструментів монетарної політики, і ми не маємо не тільки курйозів з породженням відірваних від реальности класифікацій, але і взагалі чіткого розуміння межі конвенційної та неконвенційної монетарної політики.

Поширене умовне розрізнення приймає наступного вигляду. Традиційна монетарна політика розглядається як така, що стосується в основному короткострокових процентних ставок, а неконвенційна – безпосередньо впливає на дохідність довгострокових фінансових інструментів, знижує короткострокові ставки нижче нуля і власне протистоїть фінансовій напрузі шляхом купівлі певних видів активів [64, с. 209].

Ще більш широко, неконвенційними вважають нові інструменти монетарної політики, які виникли в основному за останні десятиліття й спрямовувалися на вирішення конкретних фінансових проблем – ZLB та неефективности політики в кризові періоди, породжуючи новий підхід та нові ризики у використанні. Дійсно – спосіб вести політику відмінний від звичного та добре вивченого, часто доволі спеціалізований або химерний. У цей контекст вписуються, зокрема, такі заходи монетарної політики:

- кількісне пом’якшення або купівля активів центральним банком;
- інформування громадськости про наміри (спрямування очікувань, перспективне скеровування, *англ.* forward guidance);
- негативні відсоткові ставки;
- підтримка та спрямування кредитування.

Це є перелік груп цілком конкретних і до того ж поширених комплексів політики, який не претендує на вичерпність.

Кількісне пом'якшення, як обговорювалося раніше, означає купівлю центральним банком визначених фінансових активів для досягнення ефекту стимулювання економіки. Воно передбачає збільшення портфеля облігацій та інших цінних паперів центрального банку, що фінансується за рахунок збільшення його зобов'язань, як правило, залишків на рахунках комерційних банків [33, с. 6]. Тому на концептуальному рівні кількісне пом'якшення передбачає упередженість інвесторів на користь певного «середовища існування» [27, с. 947]: вони отримають зміну відносних цін активів, якщо не здатні абсолютно вільно змінювати структуру свого портфеля через трансакційні витрати, поведінкові фактори тощо. Інакше ж обмін зобов'язань центрального банку на певні активи якогось з учасників ринку не мав би прямого впливу на дохідність [33, с. 6].

Трансмісія ефекту кількісного пом'якшення здійснюється багатьма каналами. Їх можна поділяти на широкі та вузькі за принципом впливу на ціни активів [59]. Серед каналів, що переносять вплив на вужче зібрання активів, називають канал ліквідности та канал зміни структури портфеля [33, с. 6; 72с. 3].

Канал ліквідности, або канал прямого перенесення діє досить прямо: купівля активів центральним банком зменшують дохідність цінних паперів, утворюючи додатковий попит на них. Оскільки ж скуповуються високоавторитетні, забезпечені активами цінні папери, комерційні банки проявляють інтерес до розширення кредитування, яке може підкріплятися активами. Це сприяє полегшенню доступу до кредитування для нефінансових корпорацій.

Канал зміни структури портфеля спирається на припущення віддання інвесторами переваги певним типам активів. Отже, якщо готівка, отримана ними від купівлі активів центральним банком, не є ідеальним субститутом цих активів, то проведення кількісного пом'якшення призведе до зміни структури портфелів інвесторів. Зміни в інвестиціях зрештою призводять і до зміни цін на інші активи;

і якщо інвестори зацікавлені утримувати їх замість грошей, то погодяться тримати ці активи при меншій дохідності.

Дія каналів розглядається до етапу зниження дохідности активів; далі застосовується традиційна для теорії трансмісії логіка, і в такому сенсі обидва ці канали є частиною каналу ціни активів.

До ширших відносять сигнальний канал, який працює шляхом встановлення економічних очікувань стосовно монетарної політики. Кількісне пом'якшення відбувається протягом певного терміну й саме собою означає впевнену відданість центрального банку проводити стимулювальну політику. Стабілізація ринку можлива як результат самого лише усвідомлення майбутнього проведення кількісного пом'якшення.

У зв'язку з цим особливо цікавим є *інформування громадськости про наміри* як інструмент монетарної політики. Те, що щойно розглядалося як механізм трансмісії, зараз виділяється в окремий інструмент. Його суть полягає в комунікації про те, яких змін центральний банк очікує в економіці та як саме він проводитиме монетарну політику. Зрозуміло, що інформування про наміри повністю спрямоване на формування очікувань і здатне переносити свій ефект на реальну економіку тільки завдяки ним.

Якщо центральний банк чітко постулює про намір провадити стимулювальну політику до досягнення певних умов (наприклад, цільового значення рівня інфляції або безробіття), то учасники ринку підлаштовуватимуть свої очікування щодо майбутньої динаміки ставок відповідно. Потенційне зобов'язання центрального банку не підвищувати ставку протягом наступних двох років, означатиме, що інвестори вимагатимуть нижчу премію за довгострокові облігації, завдяки чому знизяться довгострокові процентні ставки.

Ще однією важливою стороною цього інструменту є врегулювання невизначености щодо майбутньої політики. Відсутність невизначености означає, в першу чергу, прозору та передбачувану політику. Оскільки інформування про наміри підвищує рівень передбачуваности монетарної політки, воно автоматично робить внесок у зменшення рівня невизначености. Ефективна

комунікація може допомогти і з підвищенням прозорости політики, що матиме той самий ефект. У зв'язку з цим, для функціонування інформування про наміри необхідна робота довіри як інституції: вплив на очікування значно послаблюється, якщо рівень довіри суспільства до регулятора є недостатнім.

Введення *від'ємних процентних ставок* має на меті використання простого механізму: нижчий рівень ставок означає більший стимулювальний ефект, і у випадку зі ставками нижче нуля зберігання надлишкових резервів у центральному банку починає приносити збитки комерційним банкам, які змушені розширювати програми кредитування. Очікуючи збитків від такої бездіяльности, банки зацікавлені перевести ліквідність у позики для реального сектору або придбати більш дохідні активи з вищим ризиком. Від'ємні процентні ставки покликані продовжити здатність монетарної політики до стимулювання при наближенні ставок до нульового значення; цей інструмент безпосередньо пов'язаний з проблемою ZLB, і оскільки він продемонстрував реальні успіхи стимулювання, нульова нижня межа втрачає формальне визначення проблеми, поступаючись місцем ефективній нижній межі – ELB (*англ.* effective lower bound), яка відрізняється фокусом на точці, у якій наступні пом'якшувальні заходи не матимуть впливу – без прив'язки до нульового номінального значення ставки.

Теоретична точка ELB перебуває на рівні передачі негативних ставок на депозити комерційних банків: у цьому випадку вкладники віддаватимуть перевагу готівці, а не від'ємній дохідності.

Підтримка та спрямування кредитування або цільове рефінансування також може виступати інструментом монетарної політики. При цьому центральний банк надає комерційним банкам кредити під низький відсоток або з іншими вигідними умовами і встановлює умови їх використання. Найпростіший приклад – обов'язкове спрямування позики на кредитування нефінансових корпорацій, умова стосовно обсягу наданих кредитів тощо. Ідея полягає в стимулювання передачі ліквідности до заданого сектору. Таке «монетарне субсидування» тісно пов'язано з кількісним пом'якшенням, адже в

кризові періоди центральні банки можуть скуповувати борг на первинному ринку, фактично виступаючи прямим кредитором для визначеної групи організацій. Саме визначення складу цієї групи є важливою технічною задачею і, разом з тим, сильно залежить від юридичних рамок функціонування монетарного регулятора в певній країні.

Пильне застосування неконвенційних інструментів справді принесло плоди, і центральним банкам вдалося запобігти розбалансуванню фінансової системи від використання новітніх засобів. Разом з тим, їм було про що турбуватися, намагаючись врахувати всі недоліки інструментів та попередити поширення негативних наслідків.

Першою загрозою є спотворення функціонування ринків, яке може виникнути внаслідок масштабної присутности центральних банків на ринку облігації через їхні закупки, адже володіння центрального банку великою кількістю активів, наприклад, значною часткою державного боргу, здатне призвести до викривлення та послаблення інформаційної ролі ринкових ставок у відношенні до ризиків та очікувань. Вплив на вільний обіг облігацій сам по собі може мати негативні наслідки для ринку. Можливе й утворення надмірної залежности фінансових ринків від підтримки центрального банку – класична дилема субсидування, яка тягне за собою й загрозу незалежности центральних банків. Джерело потоків ресурсів завжди приваблює охочих їх привласнити, і мандат центрального банку може опинитися під тиском зовнішніх політичних структур, зацікавлених у заангажованому розподілі коштів.

Дуже низькі ставки впродовж тривалого періоду хоч і полегшують урядам обслуговування боргу, що стає доречним у кризовий період, можуть знижувати стимул до фіскальної відповідальности уряду, який може відкладати необхідні реформи чи консолідацію бюджету, розраховуючи на тривале дешеве фінансування. Підприємства і домогосподарства, так само маючи доступ до дешевих кредитів, можуть нагромаджувати надмірні борги, відкладаючи їх реструктуризацію.

Нарешті, такий період наднизьких ставок і достачі ліквідности може породжувати серед інвесторів надмірну схильність до пошуку дохідности. Це проявляється у зростанні цін на активи більшої ризиковости, які часто означають гіршу якість та забезпеченість, і утворює загрозу виникнення фінансової бульбашки. Існує занепокоєння й стосовно роздування цін на активи взагалі та посилення нерівности через збагачення власників активів, що стають предметом кількісного пом'якшення. Питання глобальної координації також причетне до неконвенційних інструментів монетарної політики, адже їх застосування у великих економіках загрожує диспропорціями на міжнародному фінансовому ринку і зайвим відтоком капіталу з малих економік.

Зниженням відзначиться і маржа банків, які не можуть з легкістю передати клієнтам негативні ставки за депозитами. У спробі компенсації, комерційні банки можуть посилити вимоги до позичальників, що навпаки скоротить обсяги кредитування. До формування ELB у такий спосіб докладається і банківська система, і центральним банкам важливо слідкувати, щоб ця проблема не набувала системного характеру, маючи на увазі, що вона стане кінцем для політики від'ємних ставок.

Не в останню чергу має значення й проблема сприйняття та довіри. Неконвенційні інструменти є складнішими для сприйняття громадськістю та новими, тож можуть цілком закономірно викликати нерозуміння або критику. Дуже часто суспільна реакція на політику кількісного пом'якшення була вкрай негативною, і центральним банкам доводилося інтенсивно працювати над стратегією комунікації, пояснюючи, що їхні дії – це виважена монетарна політика, а не просто проголошене «друкування грошей» для фінансування дефіциту. При цьому рівень критичних поглядів залишається радше високим, а кількісне пом'якшення часто бачиться не більше як інструментом корупції. В деяких випадках центральним банкам також випадало доводити відповідність своїх неконвенційних програм мандату і мати справу з юридичними викликами.

Довіра до центрального банку є критичною для неконвенційних інструментів, особливо враховуючи, що кількісне пом'якшення значною мірою

спирається на канал очікувань. Якщо поширення набере думка, що неконвенційні заходи означають втрату контролю над рівнем інфляції, їхній ефект може стати протилежним бажаному (втеча від облігацій, рух інфляційних очікувань вгору). Пояснення механізму їх дії та виходу з їх застосування повинно бути достатньо дієвим, щоб втримати економічні очікування в бажаному коридорі впливу; при цьому можливе більш-менш успішне функціонування при негативній політичній реакції.

Побічні ефекти неконвенційних інструментів монетарної політики є цілком реальною загрозою, але досі, за підсумками недовгого досвіду, вони вважалися керованими й прийнятними в порівнянні з вигодами. Хоча ще висловлювались побоювання різного спрямування, як наприклад про високу інфляцію, що може послідувати застосуванню неконвенційних інструментів [27, с. 961], їх вдалося уникнути на практиці завдяки регуляторним зусиллям центральних банків та в дечому завдяки випадку. Станом на зараз, регулятори погоджуються, що застосування неконвенційних інструментів монетарної політики повинно бути частиною комплексу заходів: доцільно комбінувати різні інструменти, координувати дії з фіскальною політикою, посилювати макропруденційну політику тощо, а самі неконвенційні інструменти використовувати рішуче, але лише за необхідности та тимчасово.

Досі всі неконвенційні інструменти монетарної політики розглядалися як засіб стимулювання економіки, при чому на увазі малися великі економіки з розвинутою фінансовою системою. Це природньо, адже вони виникнули саме в таких умовах для таких цілей: подальше пом’якшення в комплексних економіках, коли звичних заходів ставало недостатньо. Закономірно виникає питання обернених інструментів, які могли б застосовуватися для втілення обмежувальної монетарної політики і дослідження яких важливе для розширення розуміння можливостей неконвенційних інструментів.

Ситуація з оберненими інструментами є доволі неоднозначною. Пошук зворотного за принципом дії відповідника кожному інструментові приводить до сутнісно різних результатів (рис. 2.3).

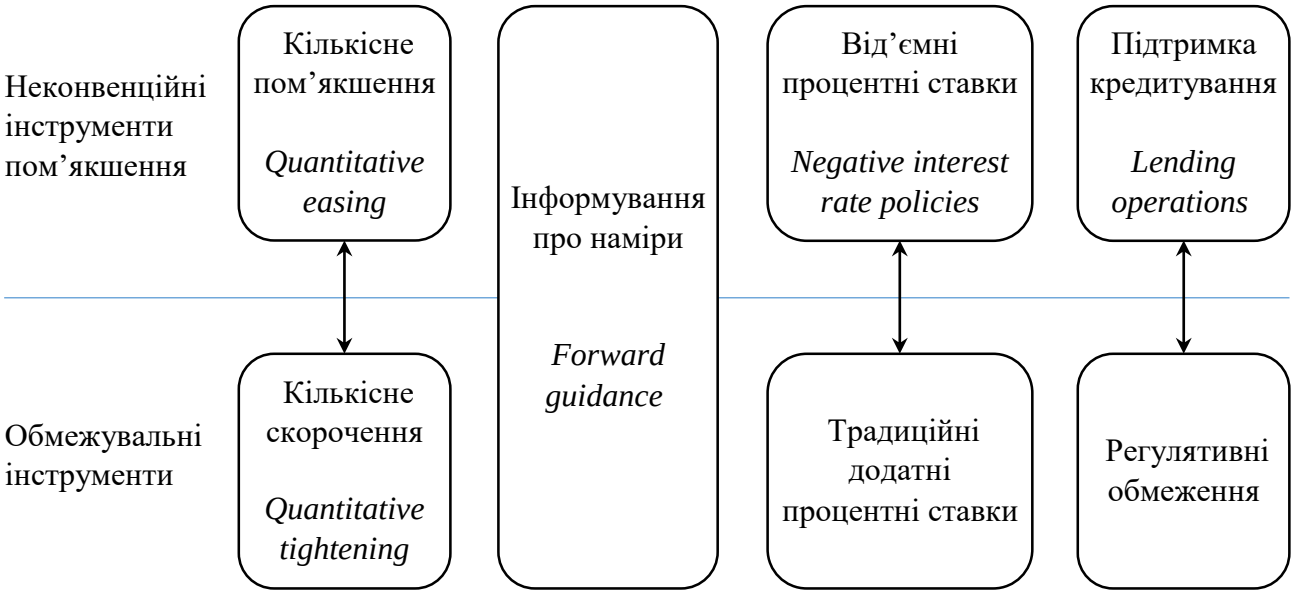

Рис. 2.3. Неконвенційні та обернені до них інструменти монетарної політики

Джерело: складено автором.

Найбільш прямолінійним є обернений до кількісного пом'якшення інструмент – кількісне скорочення (*англ.* quantitative tightening). Воно полягає в скороченні балансу центрального банку шляхом продажу фінансових активів, які він утримує, використовується для зменшення ліквідности в економіці та призводить до зниження цін на активи й підвищення процентних ставок. Кількісне скорочення не використовувалось часто і є буквальною відповіддю на значне розширення балансу центрального банку, яке притаманне періодам кількісного пом'якшення.

Програми продажу активів загалом також були успішними. Вони здійснили помірний та статистично значущий вплив на дохідність облігацій, і їхні результати в цілому відповідали інтенціям центральних банків [41]. Продаж активів здебільшого не розглядається як активний інструмент монетарної політики, натомість надаючи підтримку зусиллям центральних банків із посилення жорсткости фінансових умов. Спостережені досі ефекти продажу активів набагато менші, ніж зворотні ефекти купівлі [41], але ті самі застереження щодо використання поширюються і на кількісне пом'якшення, і на скорочення.

Коли розглядається інформування громадськости про наміри як інструмент монетарної політики, обернений до нього формується за зовсім інакшим принципом. Зрозуміло, що обернений інструмент неможливо уявити в сучасній системі монетарного регулювання, натомість рестрикційний ефект досягається засобами цього ж інструменту. Дійсно, цілком природньою є зобов'язання утримувати ставки на високому рівні, підняти їх після настання конкретної дати або економічних умов тощо. Комунікаційна політика справді виділяється серед інших неконвенційних інструментів вільним вибором її спрямованости.

Від'ємні процентні ставки не вирізняються особливим оберненим інструментом, самі будучи оберненими до цілком традиційних додатних ставок. Зрозуміло, що обмежувальний ефект досягається підняттям ключової ставки. А от цільове рефінансування чи заходи з підтримки та спрямування кредитної діяльности комерційних банків мають дуже умовний обернений вид. Їх логічним запереченням є перешкоджання розширенню кредитування взагалі, яке, звісно, здійснюється багатьма традиційними інструментами. Але з огляду на характер стимулювання, доречно в ширшому сенсі протиставити йому адміністративні обмеження, які може накладати регулятор. Вони також не підпадають під визначення неконвенційних самі собою, але можуть приймати таких рис у дусі сучасних експериментів творців політики. Звісно, загальний випадок обмежень, прикладом яких може слугувати адміністративний контроль рівня ставок, не є новим явищем і в сучасних умовах втрачає свою популярність.

Дослідження обернених до неконвенційних інструментів монетарного пом'якшення демонструє в першу чергу відмінності в їх природі і, відповідно, досить умовний характер поняття неконвенційних інструментів. Це ставить нові виклики в задачі їх класифікації та розробці загальних правил користування, а також демонструє, що вперте виокремлення неконвенційних інструментів в окрему категорію не є доцільним. Натомість, їх інтеграція з традиційними методами може пролити світло на майбутні горизонти можливостей монетарної політики.

2.3. Комунікація центральних банків як інструмент монетарної політики

Серед усіх неконвенційних інструментів монетарної політки комунікація центральних банків відзначається як найбільш відмінний за своєю сутністю. Справді, тоді як усі решта згаданих інструментів націлені на зміну фінансових показників за допомогою цілком справжнього, нехай видозміненого, монетарного імпульсу, використання комунікації покладається виключно на функціонування каналу очікувань і може безпосередньо впливати тільки на очікування. Це робить його найбільш неконвенційним за використовуваними методами і виділяє на фоні решти новітніх інструментів. Дослідження широко показують тривалі та статистично значущі ефекти від застосування комунікації як інструменту монетарної політики [57; 42], зупиняючись навіть на таких атрибутах як тон повідомлень [48] тощо.

Центральні банки зазвичай використовують комунікаційні методи як доповнення традиційних інструментів. Чітке роз'яснення мотивів і майбутніх намірів політики здатне підсилити ефект рішень, і роблячи політику більш передбачуваною, центральний банк отримує більш прогнозовану реакцію ринків. Іншими словами, коли економічні суб'єкти розуміють «правила гри» та майбутню траєкторію політики, традиційні заходи (скажімо, підвищення або зниження ставки) викликають менше небажаних шоків і є ефективнішими.

Тривале спостереження за впливом комунікативних заходів відкрило, що ця прозорість може не тільки доповнювати, а іноді й заміняти активні дії центрального банку. Наприклад, завчасний сигнал про намір зробити політику жорсткішою, може підштовхнути ринки самостійно підняти довгострокові ставки та охолодити перегріту економіку ще до фактичної зміни облікової ставки. І навпаки, відсутність комунікації призводить до непотрібної волатильности. Хоча свого часу це навіть вважалося перевагою, сучасний консенсус полягає в тому, що непрозорість виступає радше перешкодою монетарній політиці, ніж чимось корисним.

Звісно, комунікація не може замінити реальну дію в сенсі підміни: якщо обіцяного підняття ставки не станеться, наступна обіцянка центрального банку, скоріше за все, буде проігнорована. Це підіймає центральну для цього інструменту проблему довіри, на якій зосереджується особлива увага через відсутність зобов'язання в словах та повідомленнях. Успішний вплив на очікування та досягнення бажаних ефектів для економіки створюють спокусу проігнорувати дану обіцянку, але для закріплення ефекту комунікації її шляхетне завершення є суворо необхідним. Взаємодія центрального банку з ринками не є одноразовою, а в повторюваній взаємодії набуває довіри центральний банк, який регулярно дотримується своїх слів, і його наступні сигнали сприймаються серйозно. Це свого роду самопідсилювальне правило, згідно з яким довіра збільшуватиме ефективність, а чесність підсилюватиме довіру.

Важливим є й питання про те, як ринки інтерпретують сигнали. Наприклад, якщо центральний банк оголосить, що триматиме ставки низькими протягом певного періоду, учасники ринку можуть потрактувати це двояко: чи то як тверду обіцянку стосовно політики, чи то як прогноз слабкої економіки, в якій буде недостатньо активности, щоб чинити інфляційний тиск на ціни. Ці два тлумачення мають різні наслідки: перше вселяє впевненість у тривалому стимулюванні й підштовхує витрати вгору, а друге може сигналізувати про невтішні економічні перспективи, що навпаки зменшить оптимізм економічних агентів. Центральні банки повинні усвідомлювати можливі неоднозначності кожного свого повідомлення, та формулювати їх так, щоб скерувати очікування в бажане русло.

У наведеному прикладі кортить вдатися до роз'яснення справжніх мотивів: надання переконливого повідомлення про те, що центральний банк має тверді наміри стимулювати економіку впродовж усього вказаного періоду. Однак і тут можлива зворотна дія: надто детальні спроби переконати часто сприймаються скептично, і довіра до регулятора зазнає більшого тиску. Це натякає на важливий принцип: більша точність, яка підтримує прозорість комунікації, потребує більшої довіри.

Центральний банк у своїй комунікації виступає не лише передавачем інформації, але й координатором очікувань. Відтак він мусить зважати, що його інформаційні повідомлення докладаються до формування ринкових очікувань – іноді навіть сильніше, ніж об'єктивні дані. Можливий вплив на рівновагу робить повідомлення надто важливими, щоб бути проігнорованими або підготовленими недостатньо відповідально.

Коли йдеться про використання комунікації центральних банків для здійснення монетарного впливу, то найбільша частка її дії припадає на інформування громадськости про наміри, яка володіє найбільшим потенціалом зміни очікувань. Згаданий раніше інструмент вирізняється тим, що заздалегідь інформує про напрям майбутньої політики, на відміну від інших комунікаційних заходів, які можуть стосуватися роз'яснення механізму роботи того чи того інструменту або ринкового механізму, спрямовуватися на підвищення фінансової грамотности населення, інформування інвесторів про можливі кроки, бути звичайним оприлюдненням статистичних даних тощо.

У літературі розрізняють кілька типів інформування про наміри. В першу чергу, воно може бути календарним – коли центральний банк оголошує конкретний часовий горизонт збереження певної політики (наприклад, «ставка залишатиметься низькою щонайменше до середини наступного року»), та умовним – коли оголошене зобов'язання залежить від економічних умов (наприклад, «ставка не буде підвищена, доки безробіття перевищує 6%»).

Важливий також і ступінь зобов'язання: одне повідомлення може передбачати публічне зобов'язання центрального банку здійснити в майбутньому певну дію, а інше лише надавати прогноз – орієнтир щодо майбутніх економічних перспектив та ймовірного напряму політики, без твердої обіцянки [60].

Інформування про наміри часто згадується в контексті поєднання з кількісним пом'якшенням. Разом з тим, кількісне пом'якшення уже частково спирається на передачу імпульсів через сигнали про наміри центрального банку. Тому інформування про наміри, яке спирається на неї повністю, виявляється

надзвичайно цікавим доповненням. Можна уявити три варіанти взаємодії цих інструментів:

– їх протиріччя через перенавантаження одного каналу різними інструментами або вплив другого порядку, формування «очікувань про очікування» через послідовне застосування конфліктуючих інструментів;
– взаємодію інструментів та доповнення кількісного пом'якшення інформуванням про наміри;
– повне злиття впливів двох інструментів в один інтегральний поштовх.

Оскільки фінансова система реагуватиме на вплив політики як на нероздільний (див. підрозділ 1.1), немає сенсу розглядати випадок незалежних окремих впливів кількісного пом'якшення та інформування про наміри. Практика монетарної політики не дає підстав вважати перший варіант правильним; справді, протиріччя може виникнути тільки при недоречному застосуванні інструментів, скажімо, початку програми викупу активів та одночасному повідомленні про курс на обмежувальну політику.

Другий та третій варіанти насправді досить складно розрізнити на практиці; обидва вони означають у першу чергу успішне застосування гібридного інструменту, який демонструватиме вищу ефективність ніж кожен окремий інструмент самостійно. Віднесення до одного з цих варіантів теж може бути визначене специфікою комунікації центрального банку, яка може як цілковито слугувати цілям кількісного пом'якшення, так і мати самостійне спрямування, лише підсилюючи ті ж самі ефекти.

Ці два випадки можна зобразити схематично (рис. 2.4), доповнюючи схему трансмісійних каналів кількісного пом'якшення інформуванням про наміри. Схема унаочнює питання, які повстають при розгляді цього спільного використання: чи третій варіант, у якому дія двох інструментів буде однаковою, не означатиме їх злиття без можливости розрізнення? Може, подібні питання видаватимуться безплідними для практики, щодо якої зрозуміло: необхідно всього-на-всього якнайбільш вдало інформувати громадськість про кількісне пом'якшення, коли воно використовується в політиці. Однак розробка контексту

все ж не є зайвою, і подальші питання стосовно обов'язковости доповнення одного інструменту іншим починаються звідси.

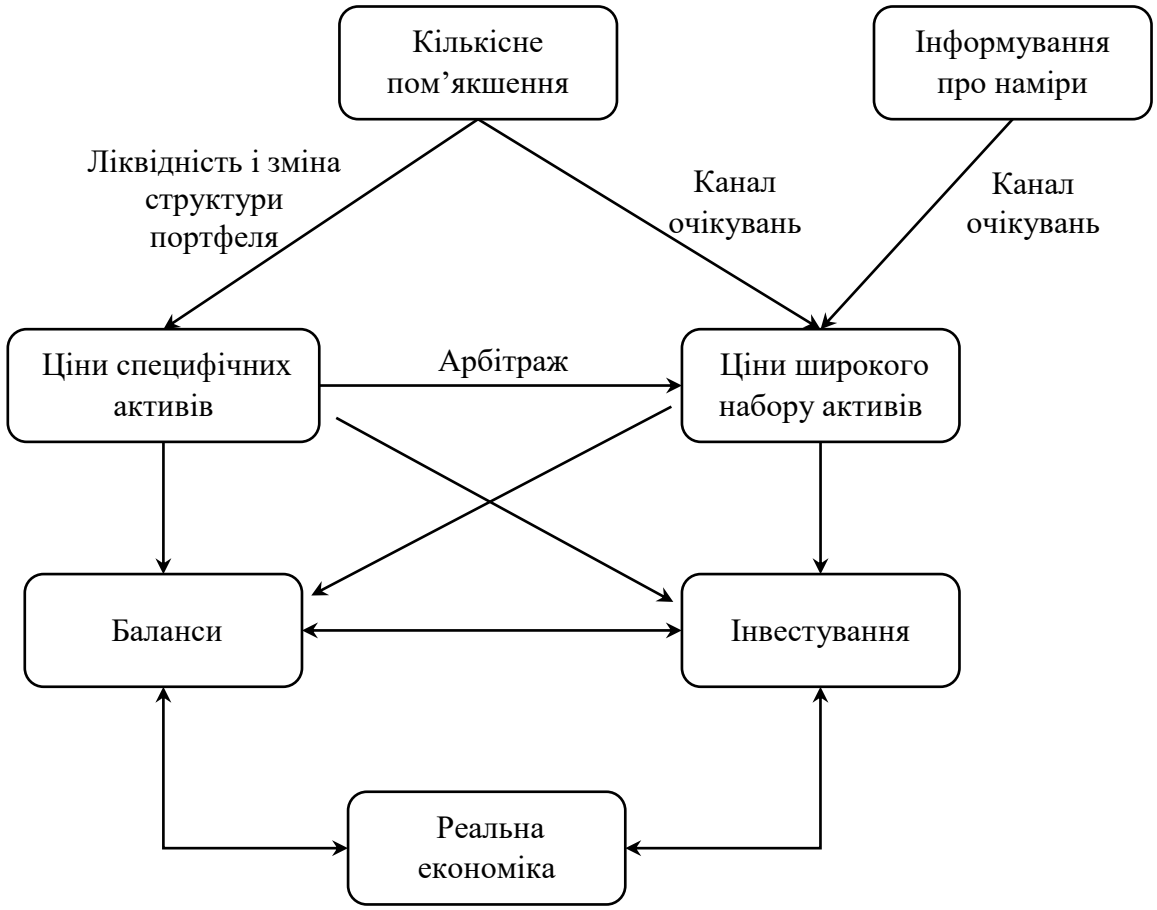

Рис. 2.4. Спрощене представлення дії трансмісійних каналів при об'єднанні інструментів кількісного пом'якшення та інформування про наміри
Джерело: адаптовано за [33, с. 7].

На цьому етапі видається, що інформування про наміри може сприяти дії будь-якого інструменту, що спирається на канал очікувань, а ширша комунікативна політика – будь-якому інструменту взагалі. Інформування завжди залишатиметься порожнім без конкретної дії під ним, і використання його в поєднанні з конкретними інструментами, що мають значення самі собою, є найбільш плідною практикою.

Висновки до розділу 2

Зусилля центральних банків різних країн зосереджуються на підтримці економічного зростання шляхом забезпечення макроекономічної стабільности та стимулювання економіки. Внаслідок закономірностей розвитку країн, у світі виділилося два біль-менш чітких поля практики монетарної політики, які окремо охоплюють розвинені країни та країни, що розвиваються.

Відмінності в монетарній політиці цих двох груп країн визначалися відмінністю економічних умов, у яких вони опинилися. Ці умови означали різний характер викликів, що повстають перед монетарним регулюванням для різних країн: розвинені країни боролися з надто низькою інфляцією та використовували безпрецедентні стимулюючі заходи, ризикуючи довгостроковою фінансовою стабільністю, а країни, що розвиваються, здебільшого опікувалися втриманням помірної інфляції та захистом від зовнішніх шоків, інколи жертвуючи швидкістю відновлення заради уникнення макроекономічних криз.

Вплив пандемії COVID-19 яскраво продемонстрував, що монетарна політика обох груп країн не повинна існувати у вакуумі: для досягнення стійкого зростання без перегріву або дисбалансів важливі узгодженість із фіскальною політикою та макропруденційний нагляд.

В полі діяльности розвинутих країн у відповідь на наближення ZLB в останні п’ятнадцять років активно формувалися неконвенційні інструменти монетарної політики. Їх застосування зазвичай спрямоване на подальше пом’якшення монетарних умов, коли його не вдається досягти традиційними методами. До найбільш поширених неконвенційних інструментів відносяться кількісне пом’якшення, інформування громадськости про наміри, негативні відсоткові ставки та підтримка та спрямування кредитування.

Практика застосування неконвенційних інструментів мала позитивні результати, центральним банкам вдалося досягти бажаних ефектів, які були тривалими та значущими. Критика нових інструментів стосується загрози

фінансовій стабільности при їх необережному використанні, що ще більше підкреслює необхідність координування політик та їхніх інструментів і спонукає до обережних дій, які сприятимуть довгостроковому добробуту.

Неконвенційні інструменти монетарної політики лишаються відкритими до розробки та дослідження, а їх класифікація та узагальнення на сьогоднішньому етапі є ускладненою. Не всі з них можуть використовуватися в обмежувальній монетарній політиці; проте аналіз можливих обернених до неконвенційних інструментів відкриває нові горизонти дослідження монетарної політики та дозволяє поглибити розуміння місця монетарного регулювання у сприянні економічному зростанню та в економічній системі взагалі.

Найбільш універсальною за можливостями застосування є комунікація центрального банку як інструмент монетарної політики. Впливаючи на реальні змінні через канал очікувань, він нерозривно залежить від інституції довіри. Комунікація центрального банку має широкі перспективи застосування як в розвинутих країнах, так і в країнах, що розвиваються, і має потенціал стати інтегральною частиною процесу розбудови демократичної держави.

РОЗДІЛ 3. НАПРЯМИ ВДОСКОНАЛЕННЯ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ УКРАЇНИ ДЛЯ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ СТІЙКОГО ЕКОНОМІЧНОГО ЗРОСТАННЯ

3.1. Проблеми та виклики сучасної монетарної політики в Україні

У періоди глибоких шоків і криз монетарна політика стикається з фундаментальною дилемою: їй необхідно стримувати інфляцію, але водночас і підтримувати економічну активність, при цьому забезпечуючи фінансову стабільність. Одним із найзначніших викликів для монетарного регулювання є шоки пропозиції, які ставлять у скрутне положення всю економіку. Причиною цього одночасного падіння обсягів виробництва та зростання цін часто бувають зовнішні макроекономічні дисбаланси, що виливаються у кризові явища, або неекономічні шоки на кшталт воєн.

В такі періоди традиційне монетарне регулювання є надзвичайно ускладненим: вибір між пріоритетом цінової стабільности та підтримкою випуску ніколи не може бути каталізатором добробуту. У найпростішому випадку, агресивне підвищення ставки для приборкання інфляції імовірно поглибить спад економіки, а надмірне пом’якшення політики – розкручуватиме інфляційну спіраль. В умовах високої невизначености монетарні регулятори змушені враховувати також і фактори фінансової стабільности, якій перешкоджають панічні настрої, ризик відтоку капіталу, ослаблення банківської системи тощо. У кризових умовах не рідкість застосування прямих інтервенцій на ринках у вигляді адміністративних обмежень [24, с. 71] з метою запобігання колапсу фінансової системи.

З такими викликами й довелося зіткнутися Україні. Початок у 2022 році повномасштабного вторгнення Росії в Україну ознаменував період екстремальної невизначености та тиску на економіку, у тому числі й на фінансову систему.

Одним з помітних наслідків у монетарному секторі був різкий інфляційний сплеск (рис. 3.1). Споживча інфляція стрімко зросла з близько 10% у 2021 році до пікового значення близько 26% за підсумками 2022 року. Основними чинниками були порушення ланцюгів постачання внаслідок скорочення економічної активности в час воєнних дій, фізичне знищення виробничих потужностей, дефіцит окремих товарів і значні бюджетні витрати на воєнні потреби, частково фінансовані емісією. Пізніше, з певною стабілізацією очікувань та невеликим відновленням економічної діяльности, а також завдяки вжитим НБУ заходам, темп інфляції почав сповільнюватися. До кінця 2023 року вона становила 5,1% – тобто була на близькому до цільового орієнтира НБУ рівні. Можна констатувати успіхи в стабілізації росту цін, однак після рекордно низького рівня інфляції близько 3% на початку 2024 року, її значення знову збільшилися до двоцифрових, і тенденція зросту досі не була переломлена. В умовах війни, що триває, та продовжуваного стану значної невизначености, такі флуктуації не викликають здивування.

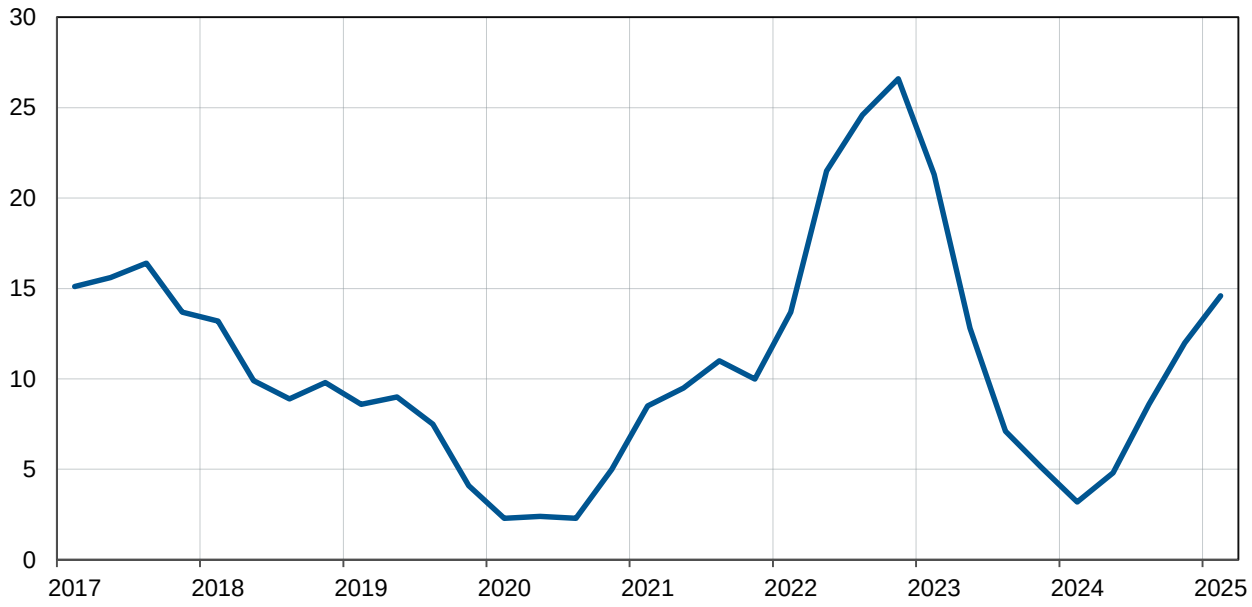

Рис. 3.1. ІСЦ станом на кінець кварталу, % р/р

Джерело: [8, с. 4].

Серйозні виклики повстали й на валютному ринку. У перші дні повномасштабного вторгнення з метою запобігти паніці НБУ зафіксував курс гривні на довоєнному рівні – приблизно 29,25 грн за 1 долар США (див. рис. 3.2) – та запровадив суворі обмеження на операції з іноземною валютою й виведення капіталу за кордон. Цим кроком було миттєво встановлено номінальний якір для очікувань: фіксація курсу відіграла першочергову роль у стримуванні інфляційних процесів, обмеживши здорожчання імпортних товарів і сировини. Це також допомогло вберегти фінансову систему від краху та дало бізнесу й громадянам час на адаптацію до нових умов. Звичайно, підтримка фіксованого курсу була можлива завдяки задіянню для інтервенцій значних обсягів міжнародних резервів НБУ.

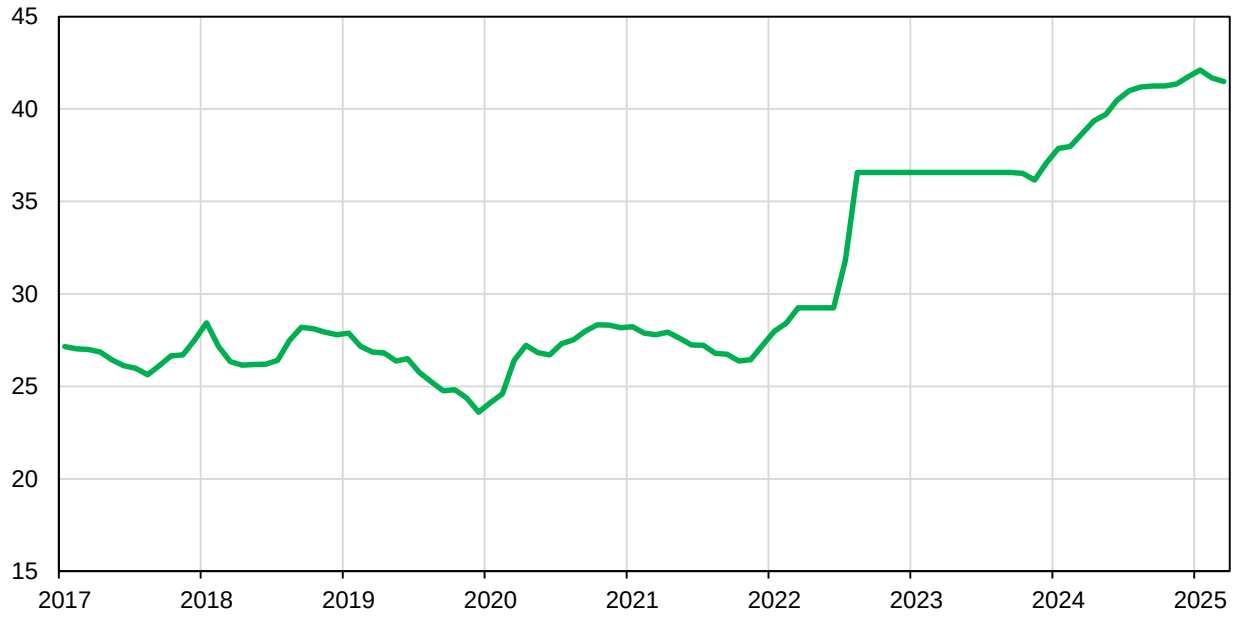

Рис. 3.2. Офіційний курс гривні щодо долара США

Джерело: [15].

Влітку 2022 року регулятор здійснив разову девальвацію гривні на 25%, до близько 36,6 грн за долар, та зафіксував обмінний курс на цьому новому рівні. В умовах посилення інфляційного тиску та витрачання резервів це рішення було зрозуміло необхідним; після корекції курс залишався стабільним протягом

більшої частини 2023 року. Керована гнучкість обмінного курсу була відновлена наприкінці того ж року.

Отже, у перші дні повномасштабного вторгнення Росії в Україну НБУ запровадив низку обмежувальних адміністративних заходів, які в основному стосувалися валютного ринку й невдовзі були послаблені. Поруч із цим, НБУ на деякий час утримався від перегляду облікової ставки, підвищивши її з 10% до 25% у червні 2022 р. При цьому існував фіксований обмінний курс, який було змінено на режим керованої гнучкости обмінного курсу згодом, після початку поступового зменшення облікової ставки, нині призупиненого.

НБУ вдалося забезпечити функціонування банківської і фінансової системи в найбільш критичний момент і в подальшому, а рішення щодо фіксації обмінного курсу широко визнається як вдале. Також особливо відзначити варто вдалий різкий крок НБУ з підняття облікової ставки одразу на 15 в.п.: менш радикальні заходи не мали б скільки-небудь значного впливу в порівнянні з постійними шоками перших місяців повномасштабної війни. Відкладення рішення стосовно облікової ставки також розглядається НБУ як успішний крок через його відповідність ситуації загального психологічного шоку, яка поглиблювала ті самі проблеми. Однак цей крок підлягає деякій критиці з точки зору комунікації: заява про утримання від рішення сигналізує певну нерішучість, а на фоні оптимістичних сподівань, які підтримувалися в суспільстві й були висловлювані багатьма експертами та посадовими особами в інформаційному просторі, повідомлення про різко обмежувальну монетарну політику могло нести загрозу ще одного поштовху для негативних економічних очікувань. Звісно, це зовсім незначна проблема в контексті викликів, які постали перед фінансовою системою України.

Деякої критики зазнало і саме рішення щодо підвищення облікової ставки до такого рівня. М. Джус вважає цю політику надто жорсткою і зазначає, що антиінфляційні заходи доцільно натомість здійснювати «за допомогою комплексної цінової політики, спрямованої на розширення пропозиції» [6]. Дивним видається співіснування в деяких дослідженнях наративів про

доцільність фіксованого курсу та низької ставки [11]. Відсутність монетарного обмеження у вигляді високої облікової ставки лишило би зростання попиту на долар безперешкодним. А із таким посиленням девальваційного тиску, утримання фіксованого курсу дуже скоро виявляється просто неможливим – враховуючи складність цього завдання і в реальних умовах. До всього, економіка України перебуває у значній напрузі; НБУ був вимушений припинити поступове зменшення відсоткової ставки на рівні 13% через нову хвилю підвищення інфляції. Банки перебувають у стані надлишкової ліквідности і надані громадянам кредити складають лише близько половини депозитів [43]. За таких умов проблема проведення сприятливого для сталого розвитку розподілу фінансових ресурсів, притаманна українській економіці [2, с. 29], тільки поглиблюється. До того ж, значне зниження ставки не призвело до скорочення цієї різниці, яка продовжила поглиблюватися, тобто запобігання різкому відпливу ліквідности, який спричинить різку девальвацію, залишається важливим завданням саме в площині монетарної політики.

Таким чином, саме поступове зменшення обмежень, до якого НБУ вдається, реалізовуючи стратегію з пом'якшення валютних обмежень та повернення до інфляційного таргетування, є найменш травматичним для економіки. Повноцінний перехід до стратегії повоєнного відновлення поки що неможливий, навіть її розробка сильно обмежується незнанням вхідних даних для цього періоду. Тому НБУ й надалі функціонує у режимі гнучкого реагування на поточні макроекономічні виклики, адаптуючи монетарну політику різкими рішеннями. Саме в такий спосіб вона може виконувати функцію підтримки реальної економіки, яка лежить в основі розвитку регіонів.

Основний виклик для української монетарної політики в сучасних воєнних умовах, окрім непереборних подій власне воєнного характеру, концептуалізується як порушене функціонування трансмісійних каналів. Процентний канал, який за нормальних умов здатен передати ефект від зміни облікової ставки на поведінку економічних агентів, виявився значно послабленим. В умовах безпрецедентної для України невизначености, рішення

про інвестиції та споживання ухвалювалися передусім з огляду на воєнні ризики, а не на вартість кредитів. Навіть за низьких довоєнних ставок, які зберігалися перши місяці після початку повномасштабного вторгнення, кредитна активність залишалася млявою, головним же фактором падіння обсягів виробництва стала саме військова агресія, а не ступінь доступности позик.

Після підвищення облікової ставки до 25%, банки зіткнулися з відсутністю якісних позичальників, тож значні обсяги ліквідности просто розміщувалися ними на депозитних сертифікатах НБУ або вкладалися в короткі державні облігації. Це призвело до зменшення обсягів кредитування при збільшенні обсягів доступної банкам ліквідности – ситуації, згадуваної в літературі як парадоксальна [2] – і поставило перед НБУ додаткову задачу зв'язування ліквідности з метою запобігання відтоку капіталу, до якої було докладено немало зусиль регулятора. Фізичні особи, звісно, також не мали попиту на кредити, віддаючи перевагу купівлі валюти або ощадній моделі поведінки, а не витратам запозичень під великі відсотки.

Таким чином, уже стають очевидними деформації кредитного каналу трансмісії, який в українських реаліях тісно пов'язаний з процентним. Банкоцентричність фінансової системи України означає, що комерційні банки виступають основними кредиторами бізнесу. Оскільки ж форма акціонерного товариства порівняно малопоширена в Україні, поняття вартости капіталу виявляється дуже близьким до ціни кредитів. Але попит на кредити різко впав, коли багато підприємств згорнули свої інвестиційні плани, а споживче кредитування взагалі скоротилося до мінімуму. До того ж, банки одночасно посилили стандарти ризик-менеджменту, побоюючись руйнування заставного майна та неповернень позик, а спроби уряду компенсувати ризики через програми пільгового кредитування ніяк не могли мати достатнього для кардинальної зміни ситуації масштабу.

Монетарна трансмісія через банківський сектор – фактичний головний канал в Україні – виявилася серйозно обмеженою: ні зниження, ні підвищення облікової ставки не давали пропорційного ефекту на обсяги кредитування чи

інвестицій. У цьому контексті може бути зрозумілою критика надмірного покладання на облікову ставку у втіленні монетарної політики. Однак зміщення НБУ акценту на підвищення привабливости гривневих активів, особливо враховуючи його тісний зв’язок з утриманням фіксованого курсу, пояснює широке залучення облікової ставки.

Натомість більшої ваги набуває валютний канал трансмісії: фіксація курсу гривні свого часу фактично стала ключовим інструментом впливу на ціни. Коли йдеться про стабілізацію фінансової системи малої економіки, валютний канал справді отримує особливу роль через залежність рівня цін у країні від цін на імпортну продукцію та роль іноземної валюти як активу, у який може швидко перетікати капітал. Зрозумілий захист О. Дзюблюком саме валютного каналу для проведення монетарної політики під час воєнного стану [5]. З іншого боку, фактичні переваги покладання саме на валютні інтервенції складно оцінити, не з’ясувавши рівень ринкового тиску за таких умов. Постійно збільшувана потреба у валютних резервах для втримання обмінного курсу на заданому рівні може виявитися надто значною, і зробити остаточний висновок про перевагу цього підходу не можна без детальної емпіричної оцінки цієї потреби та її порівняння з доступними регулятору ресурсами.

Доларизація заощаджень та недовіра до державних структур також є перешкодою трансмісії монетарних імпульсів. Цілком закономірно, що під впливом воєнних ризиків значна частина населення перейшла до зберігання заощаджень у готівковій іноземній валюті. За оцінками, обсяг іноземної валюти поза банками в 2023 р. досяг рекордних величин, що часто є більш захищеним від інфляції способом, ніж банківські депозити. Це означає, що велика частка грошей фактично випадає з обігу, зменшуючи мультиплікативний ефект монетарних імпульсів. Проблема тільки додається до факту відтоку капіталу, який навіть сприяє стриманню інфляції в короткостроковій перспективі, будучи достатнім для помітного впливу на грошову масу, однак в остаточному підсумку є небажаним через занепокоєння стосовно фінансової стабільности.

Канал очікувань також відмітився змінами свого функціонування. В цілому, в умовах війни економічні агенти мали особливо песимістичні очікування з усіма наслідками: прискореним скуповуванням товарів в очікування зростання цін та підвищеним попитом на іноземну валюту. Зрештою активна комунікація й жорсткі заходи НБУ певною мірою охолодили очікування: уже на кінець 2022 року інфляційні очікування не сильно відрізнялися від звичайних для кризових періодів, а в міру сповільнення інфляції наступного року – покращувалися. Звісно, усі надзвичайні заходи змогли тільки привести очікування до звичайних песимістичних замість панічних – під час активної фази воєнних дій робота цього каналу завжди відзначатиметься особливою чутливістю до фактичних та інформаційних шоків і не демонструватиме жодної тривалої та значущої стабільности.

Отже, механізм монетарної трансмісії періоду повномасштабного вторгнення відзначився значним ступенем деформації через макроекономічні дисбаланси та стан екстремальної невизначености. Ринкова дія монетарних каналів обмежувалася й посередництвом вимушених регулятивних обмежень: контрольованого валютного курсу, замороженого ринку капіталу, посиленого державного втручання у кредитування. В цих умовах НБУ був змушений покладатися на ті канали, що залишалися ефективними – передусім валютний – та підтримувати функціонування банківського сектору не стільки через стимулювання кредитування, скільки через запобігання паніці та забезпечення функціонування фінансової системи. Така ситуація закономірна для країн у стані війни, коли традиційні монетарні інструменти часто відходять на другий план, поступаючись місцем прямому контролю над фінансовою системою.

3.2 Емпіричне дослідження ефекту перенесення процентних ставок в Україні

Режим інфляційного таргетування застосовується НБУ з 2015 року, і важлива роль серед інструментів монетарної політики припадає на облікову ставку. Індикаторами ж трансмісії виступають ставки за кредитами й депозитами комерційних банків, які здатні надати важливі емпіричні свідчення про сприйняття змін у монетарній політиці фінансовим сектором. Це особливо актуально через банкоцентричність української фінансової системи.

Разом з тим, початок повномасштабного вторгнення Росії в Україну поставив українську монетарну політику перед безпрецедентними викликами. Відповідаючи на них, НБУ відходив від повноцінного здійснення інфляційного таргетування, перейшовши до режиму фіксованого обмінного курсу та впроваджуючи адміністративні обмеження на валютному ринку. Облікова ставка використовувалася для зв'язування ліквідности – завдяки підвищенню привабливости гривневих активів та як інструмент, що пов'язаний зі ставкою за депозитними сертифікатами. Поточний монетарний режим може характеризуватися як гнучке інфляційне таргетування, яке стало можливим завдяки введенню режиму керованої гнучкости обмінного курсу та відновленню деяких необхідних для таргетування інфляції передумов. В основу режиму лягли потреба забезпечувати цінову стабільність, і можливість впливу на валютний ринок. Детальніше його характеристики визначають Основні засади грошово-кредитної політики на середньострокову перспективу [14].

У вітчизняній літературі виокремився тренд на застосування ARDL моделей для оцінки ефекту перенесення процентних ставок (interest rate pass-through). Дві групи дослідників, Глазунов А., Дадашова П. і Лук'яненко І. [52], а також Шаповаленко Н. і Вдовиченко А. [70] вдаються до цієї методики в роботах останніх років. Обидві статті роблять цінний внесок в емпіричне дослідження монетарної трансмісії в Україні.

Цей напрям досліджень залишається перспективним і підлягає розробці й розширенню. У його рамках досліджується, яким є ступінь перенесення заданої центральним банком облікової ставки на ціну кредитів і депозитів комерційних банків (які виражаються у відповідних ставках відсотка). У першу чергу необхідно відмітити їхню взаємодію, помітну при якісному аналізі. Ми використовуємо облікову ставку НБУ як незалежну змінну, а в якості залежних розглядаємо щомісячні значення процентної ставки за новими депозитами домашніх господарств та процентної ставки за новими кредитами нефінансовим корпораціям, у такий спосіб реплікуючи [70]. Динаміка показників відображена на рис. 3.3., а вихідні дані в додатку Б.

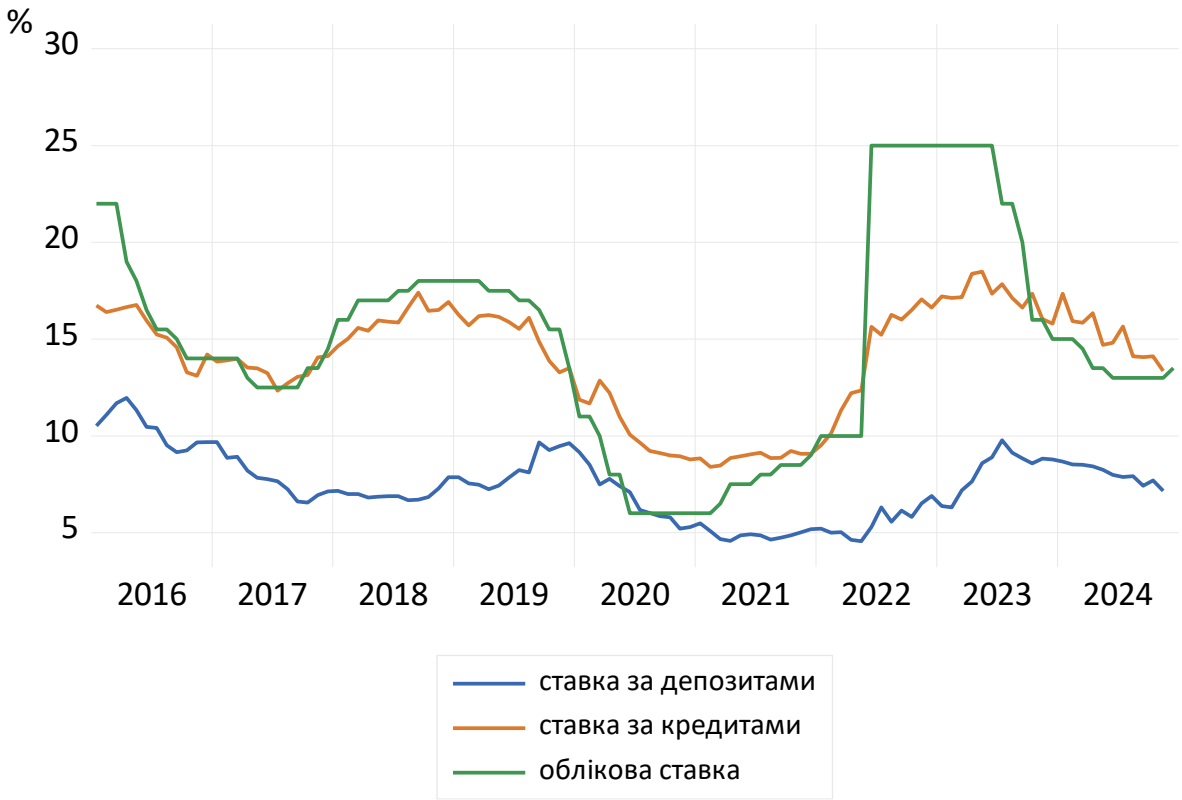

Рис. 3.3. Динаміка процентних ставок в Україні, %

Джерело: складено за даними [15].

Для статистичної оцінки згаданої взаємодії вводиться стандартна авторегресивна модель з розподіленим лагом – ARDL(p, q), яка формується таким чином:

$$y_t = c_0 + \sum_{i=1}^{p} \alpha_i y_{t-i} + \sum_{j=0}^{q} \beta_j x_{t-j} + \varepsilon_t, \quad (2.1)$$

де p, q – кількість лагів у моделі;

y, x – відповідно залежна й незалежна змінні;

α, β – коефіцієнти;

c_0 – константа;

ε – похибка;

t – період.

Далі модель (2.1) переводиться у форму моделі виправлення помилок (Error Correction Model, ECM):

$$\Delta y_t = c_0 + \sum_{i=1}^{p-1} \varphi_i \Delta y_{t-i} + \sum_{j=0}^{q-1} \psi_j \Delta x_{t-j} + \gamma(y_{t-1} - \theta x_{t-1}) + \varepsilon_t, \quad (2.2)$$

де $\theta = \frac{\sum_{j=0}^{k} \beta_j}{\gamma}$ – довгостроковий коефіцієнт;

$\gamma = 1 - \sum_{i=1}^{p} \alpha_i$ – швидкість коригування;

$(y_{t-1} - \theta x_{t-1})$ – доданок виправлення помилок.

Нарешті, для моделі обчислюється імпульсна перехідна функція (Impulse Response Function, IRF), яка показує характер реакції досліджуваних залежних змінних на зміну в обліковій ставці.

Здійснимо специфікацію моделі. Щоб уникнути точок розриву, модель будується на щомісячних даних 2015-2024 рр. – періоду дії режиму інфляційного таргетування. Модель обирається за допомогою критерію Шварца. Процедура вибору визначає модель ARDL(4, 4) для ставки за кредитами й ARDL(1, 2) для ставки за депозитами (підсумки процедури вибору див. у додатку В). Модель задається в простому вигляді (2.1), фіктивні сезонні змінні не використовуються. Коефіцієнти моделі наведені в додатку Г.

Далі, модель зводиться до вигляду (2.2) і для обох моделей розраховується IRF (рис. 3.4 і рис. 3.5).

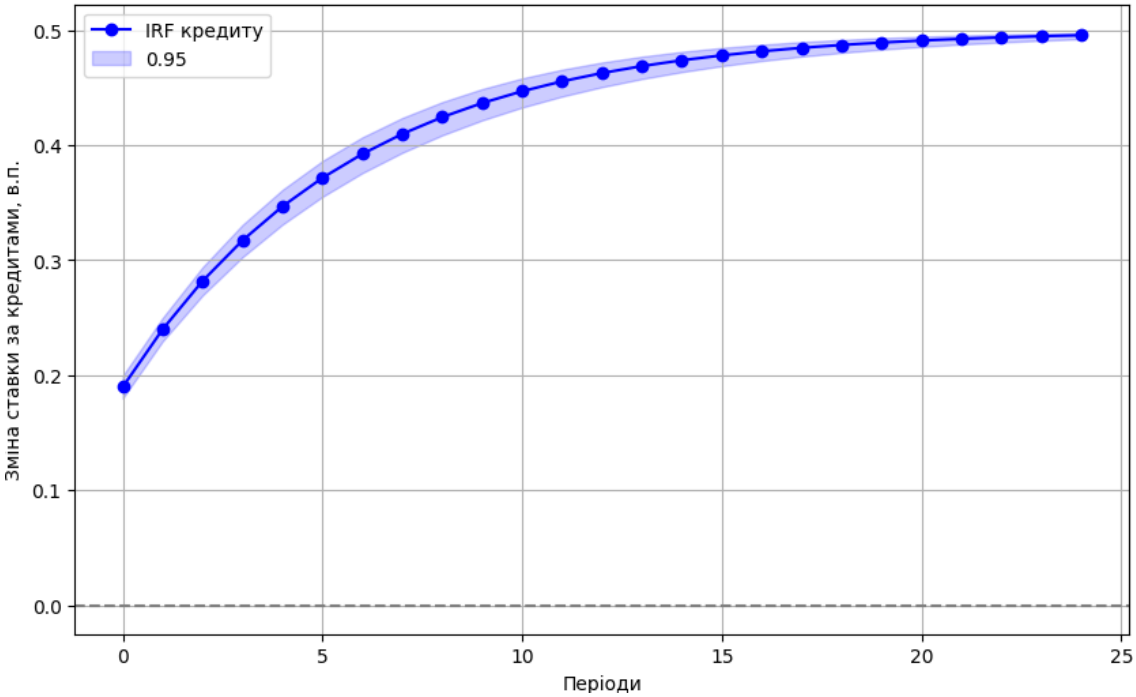

Рис. 3.4. Реакція ставки за кредитами на 1% збільшення облікової ставки
Джерело: складено автором.

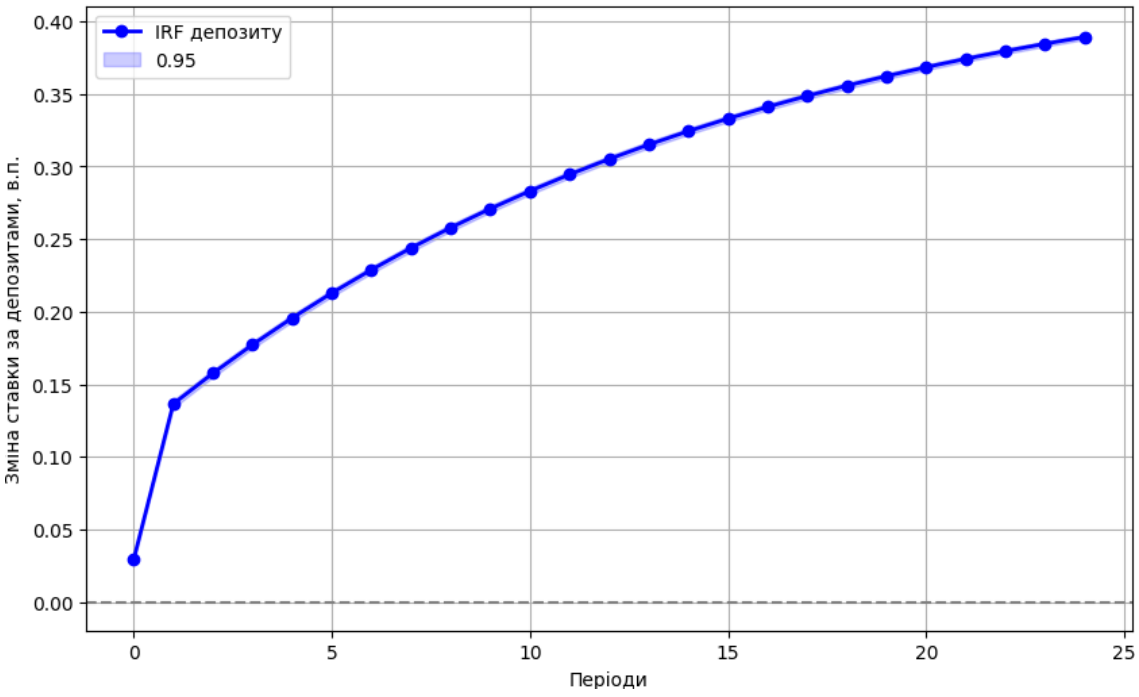

Рис. 3.5. Реакція ставки за депозитами на 1% збільшення облікової ставки
Джерело: складено автором.

IRF ставки за кредитами збігається до значення, близького 0,5, а ставки за депозитами – близького 0,4. При цьому реакція ставки за кредитами є швидшою. Останнє збігається з результатом з [70], але в решті результатів наявні значні розбіжності. Перш за все, моделі вказують на більше перенесення процентних ставок за кредитами, однак перенесення в обидва напрямки є меншим абсолютно.

Модель перенесення ставки на депозити не є цілком задовільною (є підстави підозрювати гетероскедастичність) і не може бути використана для формування однозначних висновків про ефект перенесення. Однак модель кредитів викликає менше зауважень, і разом вони пропонують важливі зауваги для подальших досліджень. Не варто відкидати інтуїтивне твердження про те, що банки більш охоче підійматимуть ставки за кредитами: з початку повномасштабного вторгнення НБУ доводиться докладати додаткових зусиль, щоб стимулювати комерційні банки підіймати депозитні ставки, які не слідують за обліковою ставкою як за нормальних умов. Проста модель, яка пропонує прямий підхід до даних, вказує на слабкий рівень перенесення процентних ставок в українській економіці. Не виключено, що складніші моделі продемонструють насправді вищі показники перенесення, однак навіть на простому рівні чітко видно базову проблему: ускладнену роботу трансмісійних каналів монетарної політики в Україні. Попри певне поліпшення ситуації, доступність нових даних матиме негативний абсолютний вплив на результати моделей, побудованих на великих часових рядах. У цій ситуації залишаються важливими подальші теоретичні та емпіричні дослідження трансмісійного механізму монетарної політики України, що дасть поштовх до розробки підходів до підвищення її ефективности.

3.3 Значення традиційних та неконвенційних інструментів монетарної політики для забезпечення економічного зростання України

В першу чергу потрібно відмітити, що в нинішніх воєнних умовах залишається неможливим достатньо точне прогнозування, з огляду на недоступність економічній науці аналізу власне воєнних подій. Через це неможливим є і формування будь-якого вичерпного правила монетарної політики, або хоча б скільки-небудь конкретного підходу до неї. Успіх монетарного регулювання залежить від здатности НБУ оперативно реагувати на виклики за принципом *ad hoc* і з достатньою ефективністю.

Така втрата конкретности в застосуванні монетарної політики відкриває для українського контексту найрізноманітніші її інструменти, у тому числі ті, що нині широко класифікуються як неконвенційні інструменти монетарної політики. За нормальних умов ці інструменти фактично неактуальні для України. Вони виникли в результаті пошуку додаткових стимулів для розвинутих економік, яким не вистачало можливостей традиційної монетарної політики. Пом’якшення монетарної політики в Україні ще може здійснюватися традиційними засобами у великих обсягах. Саме тому виявляється важливим пошук обернених до неконвенційних інструментів (див. підрозділ 2.2). Виняткові фінансові умови все ж дають простір для введення тих чи тих заходів, які відрізняються від традиційних.

Деякі паралелі можна провести вже зараз. Наприклад, якщо до початку повномасштабного вторгнення НБУ дотримувався суворої заборони на пряме фінансування бюджетних потреб, то у 2022 році надзвичайні обставини змусили його вдатися до прямої емісії. Характер цих дій певною мірою нагадує інструмент кількісного пом’якшення. НБУ отримав дозвіл купувати державні облігації напряму на первинному ринку завдяки призупиненню дії ст. 54 Закону «Про Національний банк України» [13]: у разі потреби, зважаючи на баланс між інфляційними ризиками та невідкладними потребами бюджету, окремим рішенням ухвалювати купівлю військових ОВДП. При цьому підкреслювалася

вимога максимальної прозорости таких операцій. Це фактично зробило НБУ кредитором останньої інстанції для уряду, за умов відсутности інших джерел фінансування.

За 2022 рік НБУ викупив державних облігацій на суму близько 400 млрд грн, на піку кризи фінансуючи до половини всіх бюджетних видатків саме через монетарну емісію. Це дозволило уряду попри обвал податкових надходжень своєчасно виплачувати зарплати військовим, здійснювати пенсійні виплати, профінансувати критичні імпортні закупівлі тощо. Таким чином, монетизація дефіциту державного бюджету стала життєво необхідним способом утримання економіки «на плаву» під час воєнного шоку.

Звичайно, емісійне фінансування бюджету має неминучий зворотний бік – збільшення інфляційного тиску. Вливання сотень мільярдів гривень в економіку в поєднанні з девальвацією національної валюти сприяло зростанню цін. Можна навести й аргумент від динаміки інфляції: вплив на ціни почав матеріалізуватися влітку й досяг свого піку восени 2022 року – в період очікуваного перенесення ефекту від широкого вливання грошей в економіку. Подальше жорсткішання політики відображає реакцію регулятора на ці виклики в спробі нейтралізувати надлишковий грошовий попит.

НБУ наполягав на тимчасовості монетарного фінансування державного бюджету. Кожна транзакція з купівлі військових ОВДП супроводжувалася публічним повідомленням про неї та поясненням її причин, а вже з початку 2023 року НБУ повністю припинив прямий викуп облігацій, переключивши фокус на альтернативні джерела – міжнародну допомогу та розміщення боргу на ринку. Після затвердження програми МВФ та збільшення надходжень від партнерів, урядові потреби стали покриватися без емісії, і частка НБУ у фінансуванні дефіциту державного бюджету різко впала, поступившись місцем комерційним банкам та іноземним донорам. Як наслідок, стабілізувати грошова база була до певної міри стабілізована: приріст монетарної маси сповільнився, дозволяючи знизити темп інляції.

Звісно, ці надзвичайні заходи окрім форми здійснення операцій мають мало спільного з виваженою політикою кількісного пом'якшення. В першу чергу, абсолютно неструктурованим залишався канал очікувань, що є важливою складовою кількісного пом'якшення: оскільки фінансування бюджету було викликано та задумувалось як відповідь на виклики війни, а не інструмент монетарного впливу, його передбачуваність зовсім не була реалізована. Хоча повідомлення про чергову закупівлю військових ОВДП були вичерпними та вчасними, вони все ж здійснювалися *post factum*. Не було та й не могло бути заявлено кількісно вираженої кінцевої мети купівлі облігацій, що не залишає простору для якоря очікувань. Зрештою, її вплив на фінансову систему був протилежний бажаному результату монетарної політики, і НБУ довелося боротися з наслідками власних дій. У своїй невідворотности ці дії були повністю підпорядковані цілі забезпечення функціонування державного сектору економіки, фінансування зусиль з оборони та захисту суверенітету і втримання необхідного рівня стабільности економіки.

У підсумку, «кількісне пом'якшення по-українськи» – прямий викуп державного боргу – відіграло двояку роль. З одного боку, воно стало рятувальним колом для економіки у найважчий період, не допустивши фінансового колапсу та підтримавши мінімальний рівень ділової активности та споживання. Без того, скорочення ВВП могло би бути ще більш драматичним, а держава могла не впоратися зі своїми базовими функціями. З іншого боку, надмірне захоплення емісійним фінансуванням несло ризик неконтрольованої інфляції та девальвації. НБУ вдалося уникнути цього шляхом дозування емісії та швидкого повернення до ортодоксальної політики за першої ж можливости. В сьогоднішніх умовах кількісному пом'якшенню ще далеко до виконання власне своєї ролі пом'якшення, хоча б тому, що досі існує дуже великий простір для зниження облікової ставки.

Єдиним неконвенційним інструментом, який має потенціал застосування в будь-яких умовах і для будь-якого напряму політики, потрохи займаючи належне йому місце в практиці центральних банків найрізноманітніших країн, є

інформування про наміри та комунікаційна політика взагалі. На дієвість комунікації у ролі інструменту монетарної політики можна сподіватися в умовах розвиненої фінансової системи та незначного рівня невизначеності; зрештою, комунікація зазвичай ставала додатковим інструментом, коли ефективність традиційних знижувалася з природних причин. Ця ситуація притаманна розвиненим країнам, і саме їхнім центральним банкам необхідно з особливою обережністю та точністю підходити до формулювання своїх повідомлень. Коли йдеться про Україну, комунікаційна політика НБУ є основою інформаційної взаємодії банку із суб'єктами державної політики, економічної діяльности, громадськістю та іншими цільовими аудиторіями, метою якої є зміцнення довіри до політики НБУ, мінімізація інформаційної асиметрії шляхом забезпечення доступу до інформації про стратегію і тактику НБУ та забезпечення ефективного впливу на поведінку суб'єктів через управління очікуваннями. Про її ефективність свідчить достатньо високий показник прозорости політики НБУ, який не сильно відстає від показників країн, котрі активно застосовують інформування про наміри як інструмент [39].

Наслідки воєнних дій в Україні мали двоякий вплив на ефективність комунікації НБУ. З одного боку, вона повністю втратила те своє значення, яке має в розвинених країнах, адже ефективність навіть традиційних інструментів монетарної політики знизилася значною мірою через спотворення та «пошкодження» трансмісійних каналів: головним чином через психологічний шок та невизначеність.

У цьому сенсі комунікація застосовується НБУ в класичний спосіб – з метою формування економічних очікувань шляхом надання чіткої та прозорої інформації стосовно своїх рішень та намірів. Так, в Основних засадах грошово-кредитної політики на період воєнного стану було визначено курс на поступове скасування адміністративних обмежень та повернення до інфляційного таргетування з плаваючим обмінним курсом [12]. Далі, Стратегія пом'якшення валютних обмежень визначила конкретні заходи повернення монетарної

політики до традиційного формату [16], даючи підстави для позитивних інфляційних очікувань.

Іншою стороною комунікації НБУ є той факт, що повідомлення НБУ в деяких випадках набувають гострої важливости, відіграючи роль інформаційних імпульсів. Рішення НБУ здатні впливати на настрої в суспільстві, поглиблюючи шоки. Тому особливого значення для нівелювання чи пом'якшення шоків набуває якість комунікації. Так, те чи те рішення НБУ слугує інформаційним імпульсом, а комунікація покликана допомогти найбільш спокійній імплементації цього рішення за допомогою роз'яснення громадськості його економічних передумов та очікуваних наслідків.

У зв'язку з цим, ілюстративним є приклад перших після введення воєнного стану рішень НБУ стосовно облікової ставки. НБУ спершу відклав ухвалення рішення щодо облікової ставки (яка лишалася на рівні 10%), піднявши її до 25% 2-го червня 2024 р. Цілком ефективне рішення могло нести в собі загрози інформаційного характеру: активна комунікація повинна запобігати паніці через введення обмежень та попереджати неадекватну інтерпретацію рішення НБУ громадянами без спеціалізованої економічної освіти, особливо на фоні інформаційних операцій ворога.

Цікавим є подальше розширення комунікації НБУ як носія його інформаційної політики. В межах зусиль із забезпечення фінансової та цінової стабільности, НБУ використовує наратив підвищення привабливости гривневих активів. Обмежувальна монетарна політика, що покликана запобігти надмірному попиту на долар і наступній девальвації національної грошової одиниці, пояснюється заходами з підвищення привабливости гривневих активів, що є цілком виправданим комунікаційним заходом. Зберігаючи курс на фіксування ліквідности, НБУ, у першу чергу, користується традиційними інструментами монетарної політики, створюючи передумови для підвищення ставок за депозитами комерційних банків. Разом з тим, намагаючись підтримати у громадян схильність до утримання гривні, Національний банк поширює свою інформаційну діяльність на приватний сектор, коментуючи ситуацію з точки

зору фізичних осіб. Зокрема, на своїй новій онлайн-платформі «Гаразд», створеній для підвищення рівня фінансової грамотности, НБУ не тільки пояснює значення депозитів та обґрунтовує принципи їх вибору, але й наголошує на привабливості використання депозитів. Цей наратив створюється обережно та без порушення нейтрального тону: наприклад, шляхом особливого виділення інформації про 100% гарантію за банківськими вкладами під час воєнного стану [5].

Подібним прикладом розширення сфери впливу НБУ є рішення про заборону небанківським фінансовим установам здійснювати інформування про встановлені обмінні курси поза межами кас. Ця заборона означала припинення використання пунктами обміну валют популярних електронних табло. Такий захід орієнтований для зменшення психологічної напруги, що виникає з інформаційного простору, і свідчить про усвідомлення регулятором зростання ролі комунікації для фінансової стабільности.

Підтримуючи зв’язки з громадськістю, НБУ організовує доступні канали інформації, створюючи ресурси на кшталт згаданого вище «Гаразд» та використовуючи соціальні мережі, де веде активні та досить якісно наповнені сторінки для відповідної цільової аудиторії. Нарешті, важливим аспектом комунікації з громадськістю через періодичні публікації публіцистичного характеру, що розраховані на зацікавлених осіб з різних освітніх і професійних сфер, є пояснення макроекономічних зв’язків та принципів функціонування економіки, які покладено в основу прийняття монетарних рішень НБУ.

У нинішніх умовах найбільшим викликом стає висока невизначеність, тому значну увагу НБУ акцентує на ній, формуючи уявлення про припустимість різкої зміни основних рішень монетарної політики в залежності від зовнішніх обставин. Це важливий напрям діяльности НБУ, що є невід’ємною складовою створення сприятливих для стійкости настроїв та формування атмосфери освічених раціональних економічних рішень.

Отже, сьогодні в Україні комунікація центрального банку, як і багато інших сфер людської діяльности, набуває нових рис та проявів, стикаючись із

новими викликами. Наслідки війни поклали більшу відповідальність на НБУ, який використовує комунікацію як допоміжний елемент підтримки цінової та фінансової стабільности, а також робить внесок у підтримку соціальної стабільности в цілому. Безумовною є необхідність розвивати підходи до комунікації та її канали, що дозволить найбільш ефективно впливати на економічні процеси країни під час формування і реалізації монетарної політики.

Висновки до розділу 3

Україна зіткнулася з безпрецедентними викликами у сфері монетарного регулювання після початку повномасштабного вторгнення. Ефективність монетарної політики в цей період повністю залежить від здатности НБУ швидко та вдало зреагувати на зовнішні шоки, які можуть набувати абсолютно різного та непередбачуваного характеру. В умовах екстремальної невизначености дія трансмісійного механізму монетарної політики ускладнена, і ефективність будь-яких заходів регулювання є значно зниженою. Курс взятий НБУ, що полягав у введенні адміністративних обмежень на валютному ринку та ринку капіталу й поступовому їх скасуванні на користь ринкових механізмів регулювання з можливістю додаткових інтервенцій за потреби – варто визнати найбільш вдалим у виняткових умовах сьогодення.

Емпіричне дослідження процентного трансмісійного каналу в Україні свідчить про недостатній ступінь перенесення процентних ставок: у відповідь на 1% зміну облікової ставки НБУ, ставки за кредитами комерційних банків збільшуються на близько 0,5%, а за депозитами – близько 0,4% після двадцяти чотирьох одномісячних періодів. Це створює перешкоди для проведення монетарної політики, адже блокованим залишається один з основних для НБУ інструмент. За таких умов певні функції перекладаються на інструменти з регулювання валютного ринку.

Унікальні виклики, що повстали перед Україною, роблять її першопрохідцем у сфері монетарного регулювання. В українських реаліях не є доречним застосування всіх відомих неконвенційних інструментів монетарного регулювання, окрім інформування громадськости про наміри, яке доводить свою корисність і полягає в розвитку й покращенні комунікаційної політики НБУ. Остання також набула особливих рис внаслідок війни, подекуди переймаючи навіть більшу роль, ніж вплив на економічні очікування.

Інші інструменти монетарної політики також набувають нових форм з метою вирішення конкретних задач. Оскільки всі вони спрямовані на підтримку

країни в активній фазі війни, то часто відхиляються від загальноприйнятої парадигми проведення монетарної політики, слугуючи для вирішення екстремальних задач. Особливі поєднання інструментів, що існують, призводять до появи новітніх підвидів монетарних режимів, які мають широкий потенціал до використання в періоди макроекономічної невизначености.

Економічне зростання України залежить і від вдалої монетарної політики, тому необхідні подальші дослідження та розробки інструментів регулювання, які будуть підходити для відповіді на виклики сучасности.

ВИСНОВКИ

Монетарна політика має різне значення в залежності від економічних умов, які змінюються протягом історії. Проведення монетарної політики економічного зростання набувало різних форм у залежності від розвитку теоретичних поглядів на той час та від економічних викликів, що поставали перед творцями політики. Сьогодні родь монетарної політики полягає, в першу чергу, у забезпеченні макроекономічної стабільности, яка є стійкою основою для економічного зростання, а також у стимулюванні економіки. Центральні банки, які найчастіше відповідають за монетарну політику, використовують різноманітні інструменти, щоб створити монетарний імпульс або скорочення, вплив яких переноситься на реальну економіку в процесі монетарної трансмісії.

У процесі проведення монетарної політики, центральний банк встановлює цільові орієнтири за показниками стану економічної системи, залучаючи для їх досягнення конкретні інструменти в намаганні задіяти потрібний канал трансмісії. При цьому, як усі трансмісійні канали, так і цілі монетарного таргетування є нероздільно пов’язаними й утворюють складну систему взаємовпливів. Будь-який захід монетарної політики завжди залучатиме низку каналів трансмісії, і рух певного показника до заданої цілі завжди супроводжуватиметься варіацією інших макроекономічних змінних. Оскільки економічна система має неатомарний характер, ізольоване виділення одного впливу є неможливим.

Таким чином, монетарні теорії моделюють вплив монетарної політики тільки з певним ступенем наближення до реальних процесів, як це характерно й для моделей в інших науках. Різні теорії відводили різну роль монетарній політиці в контексті забезпечення економічного зростання: від виключно підтримувальної функції до вирішального місця в державній політиці. Сьогодні всі теорії, що знаходять застосування в економічній літературі або реалізуються практично, не визнають абсолютної нейтральности грошей, зазвичай приймаючи їхню не-нейтральність у короткостроковому або довгостроковому періоді, тим

самим погоджуючись, що монетарна політика може мати вплив на реальну економіку, а отже може й сприяти економічному зростанню. Уряди світу широко застосовують монетарну політику, тому мейнстримна теорія приділяє їй багато уваги. Найновіші дослідження зосереджуються не тільки на пошуках концептуальної основи монетарних процесів, але й на аналізі часткових випадків впливу монетарної політики на економічне зростання, а також окремими аспектами цього впливу, як от варіацією різних показників добробуту, рівністю розподілу монетарних ефектів, екологічністю монетарної політики тощо.

Центральним для розуміння зв'язку монетарної політики та економічного зростання є дослідження монетарної трансмісії. Теорії відомі декілька трансмісійних каналів, які мають різну актуальність у залежності від характеристик економіки, де проводяться монетарні заходи. Канали характеризуються різним ступенем теоретичної розробки. Механізм монетарної трансмісії України не є достатньо дослідженим, і актуальні для нашої країни трансмісійні канали отримують менше уваги в зарубіжній економічній літературі через їхнє менше значення для країн з розвиненою фінансовою системою.

Канали трансмісії також зазнають змін як завдяки інституційним змінам у світі, так і через зміщення акцентів досліджень. Одним з важливих сучасних викликів є наближення в деяких країнах облікової ставки до ZLB, що робить традиційні інструменти монетарної політики малоефективними й вимагає пошуку нових трансмісійних каналів. У цьому контексті дослідження потребують новітні неконвенційні методи монетарної політики, застосовувані центральними банками в таких умовах.

Такі інструменти, як кількісне пом'якшення, інформування громадськости про наміри, від'ємні відсоткові ставки та цільова підтримка кредитування довели свою ефективність, хоч і повинні застосовуватися з підвищеною обережністю. Неконвенційні інструменти лишаються малодослідженими і далеко не повністю розробленими, тому представляють собою широке та перспективне поле для досліджень.

Використання комунікація центрального банку як монетарного інструменту виділяється можливістю легко застосовувати цей інструмент як для стимулювання економіки, так і для провадження обмежувальної монетарної політики. Він стає яскравим виразником розвитку демократичних суспільств, спираючись у своєму функціонування на інституцію довіри. В Україні комунікація НБУ продовжує розвиватися і показує значний потенціал для повноцінного втілення в політику, поки що виступаючи в ролі підтримки для інших монетарних заходів та подекуди перебираючи на себе додаткові ролі у зв'язку з особливостями життя та діяльности в період воєнного стану.

Монетарна трансмісія в Україні ускладнена через виняткові виклики, з якими зіткнулася вітчизняна економіка з початком повномасштабного вторгнення Росії в Україну. Проведене дослідження вказує на недостатній ступінь перенесення процентних ставок – від облікової ставки до ставок за кредитами та депозитами комерційних банків. У цьому випадку тісно пов'язані в Україні процентний та кредитний канали є малодієвими, тому більший акцент припадає на валютний канал.

Необхідні подальші дослідження трансмісійного механізму монетарної політики в економіці України, які допоможуть сформувати уявлення про економіку в цілому та скоригувати певні параметри на місці. Остаточне повернення механізму трансмісії до нормального стану і його подальший розвиток залежать від стабілізації економіки України в цілому, а отже від припинення воєнних дій. Доти ж, у межах підвищеної невизначености та волатильности, пильний погляд на проблеми монетарної трансмісії є способом сформувати виважену стратегію регулювання та дослідити крайні випадки економічної дійсности, які цілком безпрецедентно довелося переживати Україні.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Алімпієв Є. В. Державне регулювання фінансово-монетарної трансмісії в українській економіці : дис. … д-ра екон. наук : 08.00.03. Київ, 2014. 473 с.
2. Бублик Є. О. Монетарна політика і кредитна підтримка економіки в умовах війни та глобальної нестабільності. *Економіка України*. 2024. Т. 67, № 10 (755). С. 27–44. DOI: https://doi.org/10.15407/economyukr.2024.10.027.
3. Глущенко С. В. Монетарна політика: теоретико-методологічні аспекти : підруч. для студ. вищ. навч. закл. Київ : НаУКМА, 2017.
4. Гриценко А. А. Монетарна безпека національної економіки в умовах зростання невизначеності та ризиків недовіри. *Фінанси України*. 2023. № 7. С. 7–36. DOI: https://doi.org/10.33763/finukr2023.07.007.
5. Депозити. *Гаразд – безкоштовна онлайн-платформа для підвищення рівня фінансової грамотності*. *Internet Archive*. URL: https://web.archive.org/web/20250520092647/https://harazd.bank.gov.ua/article/depoziti (дата звернення: 20.05.2025).
6. Джус М. Монетарна політика Національного банку України в умовах повномасштабної війни. *Науковий вісник Полісся*. 2023. № 1 (26). С. 165–182. DOI: https://doi.org/10.25140/2410-9576-2023-1(26)-165-182.
7. Дзюблюк О. Особливості трансмісійного механізму монетарної політики в Україні в умовах воєнного стану. *Економічний аналіз*. 2023. Т. 33, № 3. С. 247–256. DOI: https://doi.org/10.35774/econa2023.03.247.
8. Інфляційний звіт, квітень 2025. Нац. банк України, 2025. 67 с. URL: https://bank.gov.ua/ua/news/all/inflyatsiyniy-zvit-kviten-2025-roku.
9. Коваленко В. В. Кредитний канал трансмісійного монетарного механізму та його місце в економічному зростанні. *Фінансовий простір*. 2020. № 3(39). С. 104–115. DOI: https://doi.org/10.18371/fp.3(39).2020.215178.
10. Любіч О. О., Хохич Д. Г. Вплив волатильності обмінного курсу на досягнення інфляційного таргету монетарної політики. *Фінанси України*. 2024. № 1. С. 46–69. DOI: https://doi.org/10.33763/finukr2024.01.044.

11. Нікіфоров П. Монетарна політика НБУ в умовах війни: інструменти, загрози, перспективи. *Фінансові інструменти сталого розвитку економіки* : матер. 6-ої міжнар. наук.-практ. конф., м. Чернівці, 18 квіт. 2024 р. С. 39–42. URL: https://www.researchgate.net/profile/Jan-Urban-Sandal/publication/380513338_2024_Conference_CHERNIVTSI/links/663f71e008aa54017affde97/2024-Conference-CHERNIVTSI.pdf#page=40.
12. Основні засади грошово-кредитної політики на період воєнного стану : Схвалено рішенням Ради Національного банку України від 15 квіт. 2022 р. URL: https://bank.gov.ua/ua/files/hJTwdIrBPNWeMzk.
13. Про внесення змін до Податкового кодексу України та інших законодавчих актів України щодо особливостей оподаткування та подання звітності у період дії воєнного стану : Закон України від 03.03.2022 № 2118-IX : станом на 25 листоп. 2022 р. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2118-20#n57.
14. Про Основні засади грошово-кредитної політики на середньострокову перспективу : Рішення Ради Нац. банку України від 11.09.2024. URL: https://bank.gov.ua/ua/legislation/Decision_11092024_16-rd.
15. Статистика Національного банку. *Національний банк України*. URL: https://bank.gov.ua/ua/statistic/nbustatistic.
16. Стратегія пом'якшення валютних обмежень, переходу до більшої гнучкості обмінного курсу та повернення до інфляційного таргетування. Національний банк України. URL: https://bank.gov.ua/ua/files/RoyFlQaSmKIWScQ.
17. Ходжаян А.О., Калюжна Н.Г. Системна модель монетарного регулювання в Україні. *Вісник КНУ імені Тараса Шевченка*. 2024. №. 1(224). С. 111–122. DOI: https://doi.org/10.17721/1728-2667.2024/224-1/13.
18. Хохич Д. Г., Любіч О. О., Бортніков Г. П. Трансмісійний механізм монетарної політики в контексті забезпечення макроекономічної стабільності. *Фінанси України*. 2023. № 8. С. 38–59. DOI: https://doi.org/10.33763/finukr2023.08.038.
19. Швець С. Еволюція теоретичних течій ендогенного зростання. *Економіка та суспільство*. 2021. № 27. DOI: https://doi.org/10.32782/2524-0072/2021-27-21.

20. Школьник І., Огорілко Ю. Екзогенні шоки та монетарна політика центральних банків. *Financial and credit activity problems of theory and practice*. 2024. Т. 3, № 56. С. 9–23. DOI: https://doi.org/10.55643/fcaptp.3.56.2024.4354.
21. Adam K., Weber H. Estimating the Optimal Inflation Target from Trends in Relative Prices. *ECB Working Paper Series*. 2020. 83 p. DOI: https://doi.org/10.2139/ssrn.3530927.
22. Aman Z., Mallick S., Nemlioglu I. Currency regimes and external competitiveness: the role of institutions, trade agreements and monetary frameworks. *Journal of Institutional Economics*. 2022. Vol. 18, no. 3. P. 399–428. DOI: https://doi.org/10.1017/s1744137421000503.
23. Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2023. Washington, DC : International Monetary Fund, 2024. 4925 p. DOI: https://doi.org/10.5089/9798400260391.012.
24. Apel M., Ohlsson H. Monetary policy and inflation in times of war. *Sveriges Riksbank Economic Review*. 2022. No. 2. P. 65–79. URL: https://www.riksbank.se/globalassets/media/rapporter/pov/artiklar/engelska/2022/221216/2022_2-monetary-policy-and-inflation-in-times-of-war.pdf.
25. Barth, M. J., Ramey V. A. The Cost Channel of Monetary Transmission. *NBER Macroeconomics Annual*. 2001. Vol. 16. P. 199–240. DOI: https://doi.org/10.1086/654443.
26. Belongia M. T., Ireland P. N. Interest Rates and Money in the Measurement of Monetary Policy. *Journal of Business & Economic Statistics*. 2014. Vol. 33, no. 2. P. 255–269. DOI: https://doi.org/10.1080/07350015.2014.946132.
27. Bernanke B. S. The New Tools of Monetary Policy. *American Economic Review*. 2020. Vol. 110, no. 4. P. 943–983. DOI: https://doi.org/10.1257/aer.110.4.943.
28. Bernanke B. S., Gertler M., Gilchrist S. Chapter 21 The financial accelerator in a quantitative business cycle framework. *Handbook of Macroeconomics*. 1999. P. 1341–1393. DOI: https://doi.org/10.1016/s1574-0048(99)10034-x.

29. Bilbiie F. O. Monetary Policy and Heterogeneity: An Analytical Framework. *Review of Economic Studies*. 2024. 39 p. DOI: https://doi.org/10.1093/restud/rdae066.
30. Blanchard O. J. Neoclassical Synthesis. *The New Palgrave Dictionary of Economics* / ed. by S. N. Durlauf, L. E. Blume. 2nd ed. London, 2008. Vol. 4. P. 896–899. DOI: https://doi.org/10.1057/978-1-349-95121-5_1218-2.
31. Boivin J., Kiley M. T., Mishkin F. S. How Has the Monetary Transmission Mechanism Evolved Over Time?. *Handbook of Monetary Economics*. 2010. Vol. 3. P. 369–422. DOI: https://doi.org/10.1016/b978-0-444-53238-1.00008-9.
32. Bordo M. D. Monetary policy, history of. *Monetary Economics. The New Palgrave Economics Collection* / ed. by S. N. Durlauf, L. E. Blume. London, 2010. P. 205–215. DOI: https://doi.org/10.1057/9780230280854_25.
33. Central bank asset purchases in response to the Covid-19 crisis / Working Group chair: M. Delgado, T. Gravelle. *CGFS Papers No 68*. Bank for International Settlements, 2023. 60 p. URL: https://www.bis.org/publ/cgfs68.htm.
34. Checo A., Grigoli F., Sandri D. Monetary policy transmission in emerging markets: proverbial concerns, novel evidence. *BIS Working Papers*. 2024. No 1170. 43 p. URL: https://www.bis.org/publ/work1170.htm.
35. Choi S., Willems T., Yong Yoo S. Revisiting the Monetary Transmission Mechanism Through an Industry-Level Differential Approach. *IMF Working Papers*. 2022. Vol. 2022, no. 017. 59 p. DOI: https://doi.org/10.5089/9798400201028.001.
36. Cobham D. Monetary policy frameworks from 1999 to 2023. 2025. 51 p. DOI: https://doi.org/10.2139/ssrn.5156869.
37. Cobham D. Monetary policy frameworks since Bretton Woods, across the world and its regions. *Review of World Economics*. 2024. Vol. 160, no. 3. P. 873–903. DOI: https://doi.org/10.1007/s10290-023-00517-1.
38. Dickens E. Keynes's Theory of Monetary Policy: An Essay In Historical Reconstruction. *Contributions to Political Economy*. 2011. Vol. 30, no. 1. P. 1–11. DOI: https://doi.org/10.1093/cpe/bzr001.

39. Dincer N., Eichengreen B., Geraats P. Trends in Monetary Policy Transparency: Further Updates. *International Journal of Central Banking*. 2022. Vol. 18, no. 1. P. 331–348. URL: https://www.ijcb.org/journal/ijcb22q1a8.pdf.
40. Dinh D. V. Optimal Inflation Threshold and Economic Growth: Ordinal Regression Model Analysis. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*. 2020. Vol. 7, no. 5. P. 91–101. DOI: https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no5.091.
41. Du W., Forbes K., Luzzetti M. N. Quantitative Tightening Around the Globe: What Have We Learned?. *Working Paper 32321, National Bureau of Economic Research*. 2024. 94 p. DOI: https://doi.org/10.3386/w32321.
42. El Herradi M. Navigating the Well-Being Effects of Monetary Policy: Evidence from the Euro Area. *IMF Working Papers*. 2023. Vol. 2023, no. 248. 38 p. DOI: https://doi.org/10.5089/9798400260674.001.
43. Financial Soundness Indicators. *IMF Data*. URL: https://data.imf.org/en/datasets/IMF:EXTERNAL_DATASET_CARDS/IMF.STA:LFSI.
44. Freeman S. The Payments System, Liquidity, and Rediscounting. *The American Economic Review*. 1996. Vol. 86, no. 5. P. 1126–1138. URL: https://www.jstor.org/stable/2118282.
45. Friedman B. M. Monetary policy. *Working Paper No. 8057, National Bureau of Economic Research*. 2000. 32 p. DOI: https://doi.org/10.3386/w8057.
46. Goldfeld S. M., Sichel D. E. Chapter 8 The demand for money. *Handbook of Monetary Economics*. 1990. P. 299–356. DOI: https://doi.org/10.1016/s1573-4498(05)80011-6.
47. Goodfriend M., King R. G. The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy. *NBER Macroeconomics Annual*. 1997. Vol. 12. P. 231–283. DOI: https://doi.org/10.1086/654336.
48. Gorodnichenko Y., Pham T., Talavera O. The Voice of Monetary Policy. *Working Paper 28592, National Bureau of Economic Research*. 2021. 46 p. DOI: https://doi.org/10.3386/w28592.

49. Gray S. Central Bank Balances and Reserve Requirements. *IMF Working Papers*. 2011. Vol. 11, no. 36. 55 p. DOI: https://doi.org/10.5089/9781455217908.001.

50. Greiner A. Fiscal and Monetary Policy in a Basic Endogenous Growth Model. *Computational Economics*. 2014. Vol. 45, no. 2. P. 285–301. DOI: https://doi.org/10.1007/s10614-014-9421-3.

51. Ha J., Kose M. A., Ohnsorge F. Inflation in Emerging and Developing Economies: Evolution, Drivers, and Policies. Washington, DC: World Bank, 2019. 428 p. DOI: https://doi.org/10.1596/978-1-4648-1375-7.

52. Hlazunov A., Dadashova P., Lukianenko I. Interest Rate Pass-Through in Ukraine: Evidence from the Bank Ownership. *Financial and Credit Activity Problems of Theory and Practice*. 2023. Vol. 5 (52). P. 8–24. DOI: https://doi.org/10.55643/fcaptp.5.52.2023.4135.

53. Humphrey T. M. Nonneutrality of Money in Classical Monetary Thought. *FRB Richmond Economic Review*. 1991. Vol. 77, no. 2. P. 3–15.

54. IMF AREAER Database. URL: https://www.elibrary-areaer.imf.org/.

55. Ireland P. N. Monetary Transmission Mechanism. *Monetary Economics. The New Palgrave Economics Collection* / ed. by S. N. Durlauf, L. E. Blume. London, 2010. P. 216–223. DOI: https://doi.org/10.1057/9780230280854_26.

56. Is there a zero lower bound? The effects of negative policy rates on banks and firms / C. Altavilla et al. *Journal of Financial Economics*. 2022. Vol. 144, no. 3. P. 885–907. DOI: https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.06.032.

57. Jarociński M., Karadi P. Deconstructing Monetary Policy Surprises–The Role of Information Shocks. *American Economic Journal: Macroeconomics*. 2020. Vol. 12, no. 2. P. 1–43. DOI: https://doi.org/10.1257/mac.20180090.

58. Jordà Ò., Singh S. R., Taylor A. M. The Long-Run Effects of Monetary Policy.*Review of Economics and Statistics*. 2024. 45 p. DOI: https://doi.org/10.1162/rest_a_01527.

59. Krishnamurthy A. Quantitative Easing: What have we learned? : seminar presentation at Princeton University, 24 March 2022.

URL: https://bcf.princeton.edu/wp-content/uploads/2022/02/Combined-Slides-3.pdf.

60. Macroeconomic Effects of Federal Reserve Forward Guidance / J. R. Campbell et al. *Brookings Papers on Economic Activity*. 2012. 54 p. DOI: https://doi.org/10.2139/ssrn.2166310.

61. McConnell A., Yanovski B., Lessmann K. Central bank collateral as a green monetary policy instrument. *Climate Policy*. 2021. Vol. 22, no. 3. P. 339–355. DOI: https://doi.org/10.1080/14693062.2021.2012112.

62. Mishkin F. S. Symposium on the Monetary Transmission Mechanism. *Journal of Economic Perspectives*. 1995. Vol. 9, no. 4. P. 3–10. DOI: https://doi.org/10.1257/jep.9.4.3.

63. Modigliani F. Monetary Policy and Consumption. *Consumer Spending and Monetary Policy: The Linkages*. Boston: Federal Reserve Bank of Boston 1971. P. 9–84.

64. Neely C. J., Karson E. More Stories of Unconventional Monetary Policy. *FRB of St. Louis Review*. 2021. Vol. 103, no. 2. P. 207–270. DOI: https://doi.org/10.20955/r.103.207-70.

65. Negative Nominal Interest Rates and the Bank Lending Channel / G. Eggertsson et al. *Working Paper No. 25416, National Bureau of Economic Research*. 2019. 58 p. DOI: https://doi.org/10.3386/w25416.

66. Optimal trend inflation in an open economy / D. Cho et al. *Journal of Monetary Economics*. 2025. Vol. 149. DOI: https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2024.103675.

67. Ottonello P., Winberry T. Financial Heterogeneity and the Investment Channel of Monetary Policy. *Econometrica*. 2020. Vol. 88, no. 6. P. 2473–2502. DOI: https://doi.org/10.3982/ecta15949.

68. Richter R. The New Institutional Economics Applied to Monetary Economics. *Journal of Institutional and Theoretical Economics (JITE) / Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft*. 1988. Vol. 144, no. 1. P. 208–224. URL: https://www.jstor.org/stable/40751065.

69. Schoenmaker D. Greening monetary policy. *Climate Policy*. 2021. Vol. 21, no. 4. P. 581–592. DOI: https://doi.org/10.1080/14693062.2020.1868392.

70. Shapovalenko N., Vdovychenko A. Interest Rate Pass-Through in Ukraine: Estimates and Determinants. *Visnyk of the National Bank of Ukraine*. 2023. No. 255. P. 22–70. DOI: https://doi.org/10.26531/vnbu2023.255.02.

71. Tetlow R. J. How Large is the Output Cost of Disinflation?. *Finance and Economics Discussion Series*. 2022. No. 2022-079. P. 1–25. DOI: https://doi.org/10.17016/feds.2022.079.

72. The transmission of the ECB's recent non-standard monetary policy measures. *Economic Bulletin*. 2015. No. 7. 20 p. URL: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/eb201507_article01.en.pdf.

73. Tobin J. A General Equilibrium Approach To Monetary Theory. *Journal of Money, Credit and Banking*. 1969. Vol. 1, no. 1. P. 15–29. DOI: https://doi.org/10.2307/1991374.

74. Van der Ploeg F., Alogoskoufis G. S. Money and Endogenous Growth. *Journal of Money, Credit and Banking*. 1994. Vol. 26, no. 4. P. 771–791. DOI: https://doi.org/10.2307/2077946.

75. Werning I. Expectations and the Rate of Inflation. *Working Paper No. 30260, National Bureau of Economic Research*. 2022. 36 p. DOI: https://doi.org/10.3386/w30260.

ДОДАТКИ

Додаток А

Таблиця А.1

Монетарні режими країн-членів МВФ

Рік	Таргетування обмінного курсу	Таргетування грошових агрегатів	Інфляційне таргетування	Інший монетарний режим[1]
2011	97	29	31	33
2012	91	29	32	38
2013	92	26	34	39
2014	88	25	34	43
2015	87	25	36	43
2016[2]	82	24	38	48
2017	81	24	40	46
2018	81	24	41	46
2019	80	26	41	45
2020	80	22	43	47
2021[3]	80	25	45	43
2022[4]	81	25	45	43
2023	81	26	45	42

Джерело: [54].

Таблиця А.2

Монетарні режими розвинутих країн

Рік	Таргетування обмінного курсу	Таргетування грошових агрегатів	Інфляційне таргетування	Інший монетарний режим[1]
2011	4	0	10	19
2012	4	0	10	20
2013	4	0	11	19
2014	4	0	11	19
2015	4	0	11	20
2016[2]	4	0	11	21
2017	4	0	11	21
2018	4	0	11	21
2019	4	0	11	21
2020	4	0	11	21
2021[3]	5	0	11	21
2022[4]	6	0	11	21
2023	6	0	11	21

Джерело: [54].

Таблиця А.3

Монетарні режими країн, що розвиваються

Рік	Таргетування обмінного курсу	Таргетування грошових агрегатів	Інфляційне таргетування	Інший монетарний режим[1]
2011	93	29	21	14
2012	87	29	22	18
2013	88	26	23	20
2014	84	25	23	24
2015	83	25	25	23
2016[2]	78	24	27	27
2017	77	24	29	25
2018	77	24	30	25
2019	76	26	30	24
2020	76	22	32	26
2021[3]	75	25	34	22
2022[4]	75	25	34	22
2023	75	26	34	21

Джерело: [54].

[1] Включає країни, які не мають чітко визначеного номінального якоря, але натомість здійснюють моніторинг різних індикаторів при проведенні монетарної політики.
[2] Науру стала членом МВФ 12 квітня 2016 року і була додана до бази даних AREAER.
[3] Андорра стала членом МВФ 16 жовтня 2020 року та була додана до бази даних AREAER.
[4] САР Макао було додано до бази даних AREAER.

Додаток Б

Вихідні статистичні дані для моделі

Таблиця Б.1

Облікова ставка Національного банку України, %

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
січень	14,0	22,0	14,0	16,0	18,0	11,0	6,0	10,0	25,0	15,0
лютий	19,5	22,0	14,0	16,0	18,0	11,0	6,0	10,0	25,0	15,0
березень	30,0	22,0	14,0	17,0	18,0	10,0	6,5	10,0	25,0	14,5
квітень	30,0	19,0	13,0	17,0	17,5	8,0	7,5	10,0	25,0	13,5
травень	30,0	18,0	12,5	17,0	17,5	8,0	7,5	10,0	25,0	13,5
червень	30,0	16,5	12,5	17,0	17,5	6,0	7,5	25,0	25,0	13,0
липень	30,0	15,5	12,5	17,5	17,0	6,0	8,0	25,0	22,0	13,0
серпень	27,0	15,5	12,5	17,5	17,0	6,0	8,0	25,0	22,0	13,0
вересень	22,0	15,0	12,5	18,0	16,5	6,0	8,5	25,0	20,0	13,0
жовтень	22,0	14,0	13,5	18,0	15,5	6,0	8,5	25,0	16,0	13,0
листопад	22,0	14,0	13,5	18,0	15,5	6,0	8,5	25,0	16,0	13,0
грудень	22,0	14,0	14,5	18,0	13,5	6,0	9,0	25,0	15,0	13,5

Джерело: [15].

Таблиця Б.2

Процентні ставки за новими кредитами нефінансовим корпораціям, %

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
січень	14,4	16,7	13,8	14,6	16,3	11,9	8,8	9,5	17,2	17,3
лютий	14,8	16,4	13,9	15,0	15,7	11,7	8,4	10,1	17,1	15,9
березень	15,8	16,5	14,0	15,6	16,2	12,9	8,5	11,3	17,2	15,8
квітень	18,3	16,7	13,5	15,4	16,2	12,2	8,9	12,2	18,4	16,3
травень	18,2	16,8	13,5	16,0	16,2	11,0	9,0	12,3	18,5	14,7
червень	17,6	16,0	13,2	15,9	15,9	10,1	9,0	15,6	17,3	14,8
липень	17,6	15,2	12,3	15,9	15,5	9,7	9,1	15,2	17,8	15,7
серпень	17,4	15,1	12,7	16,6	16,1	9,2	8,9	16,3	17,1	14,1
вересень	18,0	14,6	13,0	17,4	14,9	9,1	8,9	16,0	16,6	14,1
жовтень	17,4	13,3	13,1	16,5	13,9	9,0	9,2	16,5	17,3	14,1
листопад	17,1	13,1	14,1	16,5	13,3	9,0	9,1	17,1	16,0	13,4
грудень	17,7	14,2	14,1	16,9	13,5	8,8	9,1	16,6	15,8	x

Джерело: [15].

Таблиця Б.3

Процентні ставки за новими депозитами домашніх господарств, %

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
січень	12,5	10,5	9,7	7,2	7,9	9,2	5,5	5,2	6,4	8,7
лютий	10,9	11,1	8,9	7,0	7,6	8,5	5,1	5,0	6,3	8,5
березень	12,0	11,7	8,9	7,0	7,5	7,5	4,7	5,0	7,2	8,5
квітень	13,9	12,0	8,2	6,8	7,2	7,8	4,6	4,6	7,6	8,4
травень	14,1	11,3	7,8	6,9	7,4	7,4	4,9	4,6	8,6	8,3
червень	13,1	10,5	7,8	6,9	7,8	7,1	4,9	5,3	8,9	8,0
липень	12,5	10,4	7,7	6,9	8,2	6,2	4,9	6,3	9,8	7,9
серпень	12,0	9,5	7,2	6,7	8,1	6,0	4,6	5,6	9,1	7,9
вересень	11,5	9,2	6,6	6,7	9,7	5,9	4,7	6,1	8,8	7,4
жовтень	11,7	9,3	6,6	6,8	9,3	5,8	4,9	5,8	8,6	7,7
листопад	11,3	9,7	6,9	7,3	9,5	5,2	5,0	6,5	8,8	7,2
грудень	11,3	9,7	7,1	7,9	9,6	5,3	5,2	6,9	8,8	x

Джерело: [15].

Таблиця Б.4

Назви змінних

Назва	Зміст змінної
RATE	Облікова ставка Національного банку України, %
CRED_RATE	Процентні ставки за новими кредитами нефінансовим корпораціям, %
DEP_RATE	Процентні ставки за новими депозитами домашніх господарств, %

Додаток В

Підсумки підбору моделей

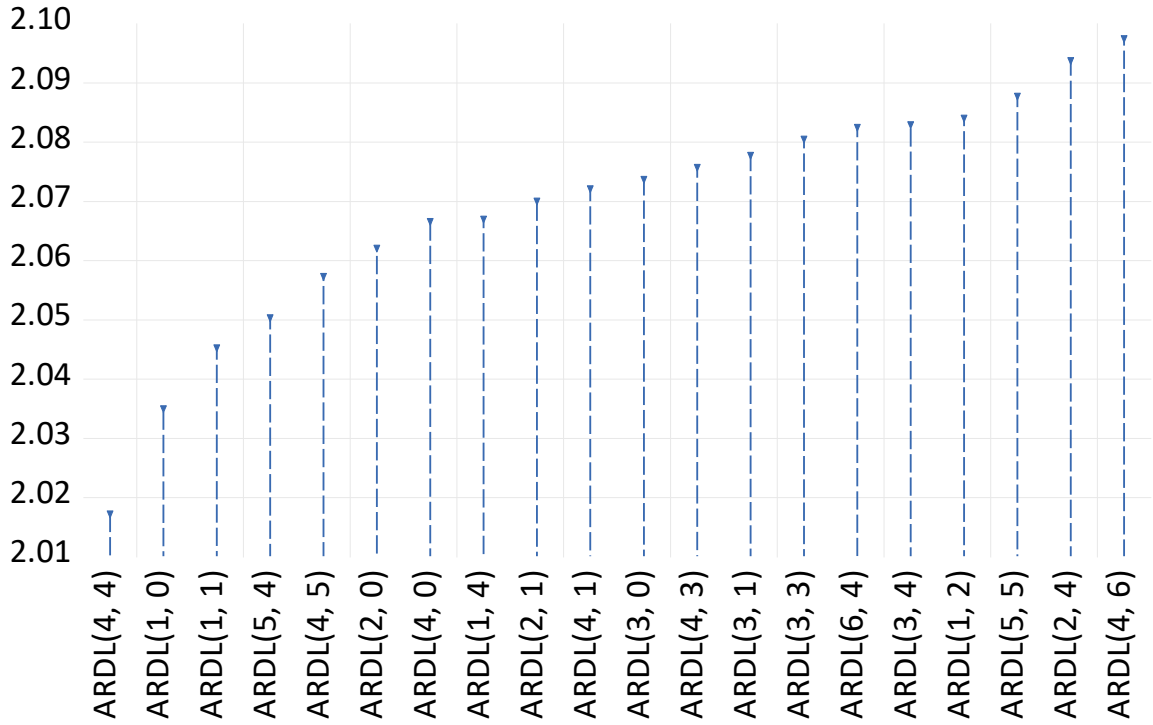

Рис. В.1. Підсумок підбору моделі ставки за кредитами (критерій Шварца)

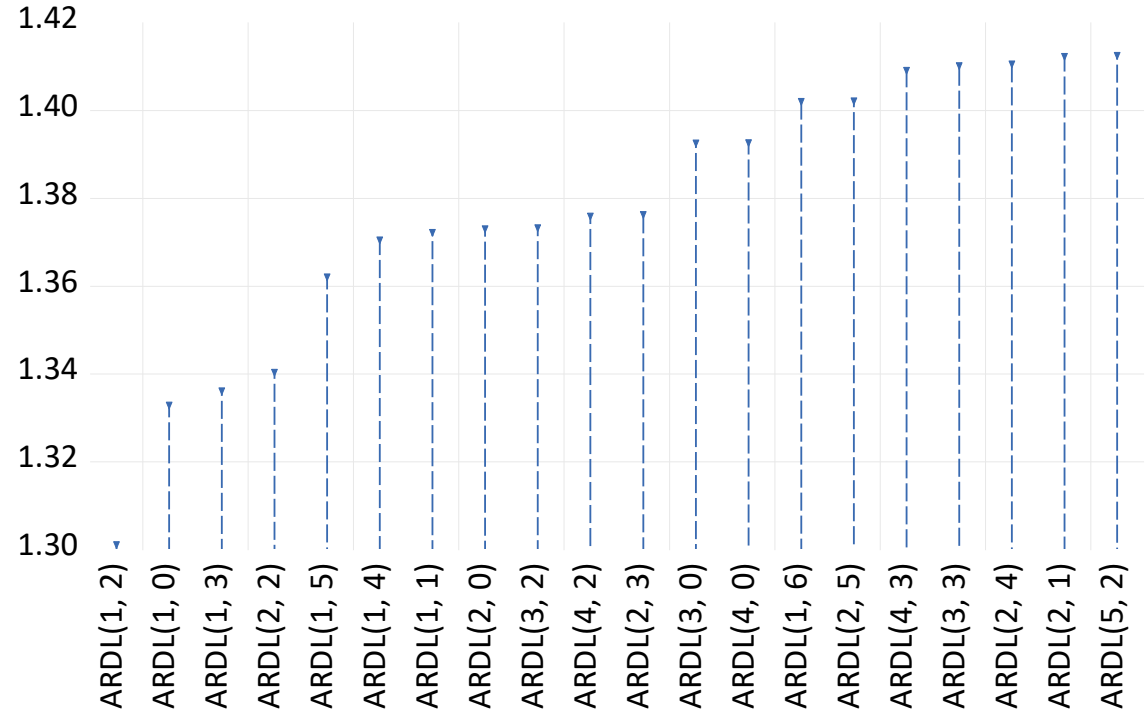

Рис. В.1. Підсумок підбору моделі ставки за депозитами (критерій Шварца)

Додаток Г

Характеристики моделей

Таблиця Г.1

Характеристики моделі ставки за кредитами

Залежна змінна: CRED_RATE
Оцінено моделей: 156
Обрано модель: ARDL(4, 4)

Змінна	Коефіцієнт
CRED_RATE(-1)**	0.770691
CRED_RATE(-2)	-0.045000
CRED_RATE(-3)**	0.422470
CRED_RATE(-4)**	-0.298835
RATE**	0.140945
RATE(-1)	-0.057334
RATE(-2)	0.069646
RATE(-3)**	-0.191111
RATE(-4)**	0.109715
C**	1.003380
R-squared	0.964791
Adjusted R-squared	0.961883
S.E. of regression	0.567095
Sum squared resid	35.05406
Log likelihood	-96.13088
F-statistic	331.8622
Prob(F-statistic)	0.000000

** - коеф. значущий при рівні <0.01

Таблиця Г.2

Характеристики моделі ставки за депозитами

Залежна змінна: DEP_RATE
Оцінено моделей: 156
Обрано модель: ARDL(1, 2)

Змінна	Коефіцієнт
DEP_RATE(-1)**	0.933791
RATE	0.029108
RATE(-1)*	0.080178
RATE(-2)**	-0.079117
R-squared	0.962786
Adjusted R-squared	0.961815
S.E. of regression	0.435360
Sum squared resid	21.79689
Log likelihood	-67.86099
Durbin-Watson stat	1.986462

* - коеф. значущий при рівні <0.05
** - коеф. значущий при рівні <0.01