

Міністерство освіти і науки України
Національний університет «Києво-Могилянська академія»
Факультет економічних наук
Кафедра фінансів

Кваліфікаційна робота

освітній ступінь – бакалавр

на тему: **«МОНЕТАРНІ КАНАЛИ ВПЛИВУ НА
ЕКОНОМІКУ: ОСОБЛИВОСТІ ТА ЕФЕКТИ ЗАСТОСУВАННЯ
В РІЗНИХ КРАЇНАХ ТА РЕГІОНАХ»**

Виконав: студент 4-го року навчання,
спеціальність 072 «Фінанси, банківська
справа та страхування»

Сервачук Олександр Миколайович

Керівник: Глущенко С.В.
кандидат економічних
наук, доцент

Рецензент _____
(прізвище та ініціали)

Кваліфікаційна робота захищена
з оцінкою «_____»

Секретар ЕК _____ Донкоглова Н.А.
«_____» _____ 2025 р.

Київ – 2025

ЗМІСТ

ВСТУП	3
РОЗДІЛ 1 ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНІ АСПЕКТИ МОНЕТАРНИХ КАНАЛІВ ВПЛИВУ НА ЕКОНОМІКУ	6
1.1 Поняття та роль монетарної політики.....	6
1.2 Сутність монетарних каналів і їх класифікація	11
1.3 Особливості реалізації монетарної політики в різних економіках та умовах економічного розвитку	19
РОЗДІЛ 2 АНАЛІЗ ЗАСТОСУВАННЯ МОНЕТАРНИХ КАНАЛІВ ВПЛИВУ НА ЕКОНОМІКУ У КРАЇНАХ ІЗ РІЗНИМ РІВНЕМ ЕКОНОМІЧНОГО РОЗВИТКУ	23
2.1 Застосування монетарних каналів в США	23
2.2 Застосування монетарних каналів в Єврозоні	33
2.3 Застосування монетарних каналів в Україні.....	40
РОЗДІЛ 3 ПРАКТИЧНІ АСПЕКТИ ТА ЕФЕКТИ ДІЇ МОНЕТАРНИХ КАНАЛІВ В ЕКОНОМІЦІ	48
3.1 Емпірична оцінка ефективності монетарних каналів в Україні.....	48
3.2 Емпірична оцінка ефективності монетарних каналів в Єврозоні	54
ВИСНОВКИ.....	60
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	63

ВСТУП

Актуальність теми. Монетарна політика посідає центральне місце серед інструментів державного впливу на економіку. В умовах глобалізації, зростаючої волатильності фінансових ринків, наслідків пандемічної кризи та нових геополітичних викликів питання ефективності її реалізації набуває особливої значущості. Одним із ключових аспектів монетарної політики є механізм трансмісії — система каналів, через які грошово-кредитні рішення центрального банку впливають на реальний сектор економіки. Оскільки ефективність цих каналів значною мірою залежить від рівня економічного розвитку, інституційного середовища, ступеня відкритості економіки та довіри до регулятора, порівняння їх функціонування в різних країнах дозволяє глибше зрозуміти переваги та обмеження існуючих підходів. Особливого значення така аналітика набуває для України, яка перебуває в стані структурної трансформації та формування сучасної монетарної системи.

Мета і задачі дослідження. Метою кваліфікаційної роботи є дослідження теоретичних засад, практичних аспектів та ефектів впливу заходів монетарної політики на економіку з використанням різних каналів та інструментів трансмісійного механізму в країнах із різним рівнем економічного розвитку, а також та формулювання рекомендацій щодо можливого покращення трансмісійного механізму монетарної політики для України. Для реалізації поставленої мети у роботі вирішуються такі завдання:

- проаналізувати сутність та класифікацію основних монетарних каналів;
- дослідити особливості реалізації монетарної політики у США, країнах Європейського Союзу та в Україні;

- здійснити емпіричну оцінку ефективності дії окремих каналів у вибраних країнах;
- виявити сильні та слабкі сторони існуючої трансмісійної моделі в Україні
- обґрунтувати пропозиції щодо вдосконалення каналів монетарного впливу відповідно до українських реалій.

Об’єкт і предмет дослідження. Об’єктом дослідження виступає монетарна політика. Предметом дослідження є механізми дії монетарних каналів, їх структура, ефективність і вплив на ключові макроекономічні показники.

Методи дослідження. У роботі застосовано комплекс методів економічного аналізу: логічного узагальнення, порівняльного аналізу, систематизації, а також елементи економетричного аналізу для оцінки ефективності каналів трансмісії монетарної політики в Україні та країнах ЄС.

Інформаційна база дослідження. Базу дослідження склали нормативно-правові акти України, статистичні дані Національного банку України, аналітичні звіти Міжнародного валютного фонду, Світового банку, Європейського центрального банку, Федеральної резервної системи США, а також монографії та наукові статті вітчизняних і зарубіжних дослідників з питань монетарної політики.

Практичне значення одержаних результатів. Запропоновані у роботі висновки та рекомендації можуть бути використані для вдосконалення монетарної трансмісії в Україні, а також як методологічна база для подальших досліджень у сфері грошово-кредитного регулювання.

Структурно робота складається з трьох розділів.

Перший розділ містить теоретичні засади функціонування монетарної трансмісії та основні підходи до її аналізу.

У другому розділі досліджено особливості застосування монетарних каналів у Сполучених Штатах Америки, Євросоні та Україні.

У третьому розділі проведено емпіричне моделювання впливу монетарних змінних на інфляцію в Україні, з використанням економетричних методів, а також сформульовано висновки щодо ефективності окремих каналів.

Ключові слова: монетарна політика, трансмісійний механізм, інфляція, процентна ставка, обмінний курс, грошова маса, інструменти центрального банку, монетарні канали, економетричне моделювання.

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНІ АСПЕКТИ МОНЕТАРНИХ КАНАЛІВ ВПЛИВУ НА ЕКОНОМІКУ

1.1 Поняття та роль монетарної політики

Економічний розвиток будь-якої держави формується на основі взаємодії ринкових механізмів із державним впливом на економіку. Серед ключових сфер державного втручання особливе місце займає монетарна політика (у вітчизняній літературі також зустрічається термін грошово-кредитна політика).

У науковій літературі існують різні підходи до визначення сутності монетарної політики, кожен із яких розкриває окремі аспекти регулювання грошового обігу. Одні дослідники трактують монетарну політику як широкий набір заходів, спрямованих на вплив на грошову сферу, включаючи податкову політику та бюджетні витрати. Проте такий підхід не відображає специфіки монетарної політики, що ускладнює визначення її механізмів. Інші дослідники, навпаки, звужують поняття монетарної політики, зводячи її до засобу регулювання лише окремих аспектів, наприклад, валютного курсу. Такий обмежений підхід може знизити ефективність використання монетарних інструментів. [1, 6, 10, 11]

Аналогічна ситуація спостерігається у підходах до поняття монетарного регулювання. Воно розглядається як інструмент для забезпечення стабільності грошового обігу й валюти або як засіб підтримки економічного зростання й зайнятості. Водночас існує думка, що такі визначення не враховують усієї складності цього явища. Системний підхід дозволяє визначати монетарне регулювання як комплекс заходів, що передбачає використання різноманітних

інструментів з метою забезпечення сталого економічного розвитку, зниження рівня безробіття, балансування платіжного балансу та стримування інфляції.

Розмежовуючи поняття монетарної політики та монетарного регулювання, варто підкреслити, що монетарна політика є організаційним і регулюючим впливом держави через центральний банк на економічну діяльність суб'єктів грошового ринку, процеси обігу грошей і кредитування, що спрямований на досягнення визначених стратегічних цілей економічного розвитку країни. Саме таке визначення є основним для цієї роботи. [9]

Основні функції монетарної політики включають організацію, планування, регулювання та контроль. Управління будь-яким процесом починається з його виділення як окремого об'єкта, що потребує відповідної організації, наділеної повноваженнями для впливу на нього з метою досягнення визначених цілей. Центральний банк [7] традиційно виступає головним суб'єктом монетарної політики.

Водночас монетарне регулювання слід розглядати як систему оперативних дій та інструментів, які застосовуються центральним банком для контролю та впливу на грошовий ринок, ліквідність банківської системи, валютний курс та інші фінансові показники для досягнення тактичних цілей монетарної політики.

Таким чином, монетарна політика визначає загальний напрям регулювання грошової сфери, тоді як монетарне регулювання забезпечує виконання конкретних завдань і реалізацію цих стратегічних напрямів у реальних умовах.

Монетарна політика відіграє ключову роль у забезпеченні економічної стабільності та розвитку країни. [1] Основні її аспекти включають:

- **Контроль інфляції.** Головною метою монетарної політики є підтримка інфляції на оптимальному рівні, що забезпечує стабільність цін та захист доходів і заощаджень громадян від знецінення.

- **Регулювання грошової маси.** Центральний банк контролює обсяг грошей в обігу, впливаючи на інфляцію, процентні ставки та загальну економічну активність. Інструменти для цього включають операції на відкритому ринку, зміну облікової ставки та нормативів обов'язкових резервів для банків.
- **Забезпечення стабільності валюти.** Підтримка стабільності національної валюти може включати валютні інтервенції для корекції різких коливань курсу, що сприяє збалансованому платіжному балансу та довірі до національної економіки.
- **Управління економічною активністю.** За допомогою монетарних інструментів, таких як зміна облікової ставки, центральний банк може стимулювати економічне зростання або стримувати його перегрів, непрямо впливаючи на рівень інвестицій, споживання та зайнятості. [7]

Регуляторні заходи монетарної політики відіграють вирішальну роль у забезпеченні економічного розвитку та фінансової стабільності країни. Стратегічні цілі монетарної політики визначаються залежно від поточних потреб економіки, внутрішніх умов та зовнішніх викликів. У певних ситуаціях політика має стимулюючий характер, коли центральний банк пом'якшує монетарні умови через зниження процентних ставок, зменшення резервних вимог або збільшення грошової маси. Такий підхід спрямований на подолання рецесії, сприяє зростанню загального попиту, стимулює економічну активність, знижує рівень безробіття та активізує інвестиції. Проте він також може викликати ризики, зокрема посилення інфляційного тиску та знецінення національної валюти.

У протилежних обставинах застосовується стримуюча монетарна політика, що спрямована на зниження інфляції та запобігання економічному перегріву. Це досягається через підвищення процентних ставок, обмеження доступу до кредитних ресурсів та скорочення грошової маси. Хоча така політика допомагає

стабілізувати ціни, вона також може зменшити рівень економічної активності, призводячи до скорочення інвестицій та зростання безробіття.

Ефективна реалізація монетарної політики базується на ретельному плануванні та прогнозуванні. Стратегія включає визначення довгострокових цілей, таких як забезпечення стабільності цін, підтримка економічного зростання, зменшення безробіття та зміцнення платіжного балансу. Для досягнення цих цілей застосовуються механізми прогнозування, які дозволяють оцінювати вплив прийнятих рішень. Центральний банк використовує широкий спектр інструментів, зокрема операції на відкритому ринку, зміну облікової ставки та валютні інтервенції. Постійний моніторинг ключових економічних індикаторів, таких як рівень інфляції, динаміка ВВП, стан зайнятості та валютний курс, дозволяє оперативно коригувати заходи політики, забезпечуючи їхню результативність.

Таким чином, монетарна політика є складним і багатогранним інструментом, спрямованим на підтримку економічної стабільності, створення умов для сталого розвитку та підвищення добробуту населення. [14]

Залежно від обраних цілей та стратегії центрального банку, монетарна політика може реалізовуватися через різні режими, такі як таргетування грошової маси, рівня цін, обмінного курсу або їх комбінацію. Кожен із цих режимів має свої особливості, інструменти впливу, цілі та рівень поширеності. [1, 3]

Ці режими відображають різноманітність інструментів, які центральні банки застосовують для управління економікою залежно від її поточного стану, довгострокових завдань і глобальних тенденцій.

Кожен із видів монетарної політики має свої переваги та недоліки, які визначають їхню ефективність у різних економічних умовах. Таргетування грошової маси зосереджується на підтриманні визначеного обсягу грошей, що відповідає стійкому суспільному попиту. Це дозволяє центральному банку швидко реагувати на зміни цільового показника та здійснювати довгостроковий контроль

над інфляцією. Проте цей підхід має обмеження, зокрема слабкий зв'язок між грошовими агрегатами та рівнем інфляції у короткостроковій перспективі. Попит на гроші часто стає нестабільним через появу грошових заміників, а складність цільових показників для громадськості може знижувати довіру до політики.

Таргетування обмінного курсу базується на підтриманні стабільності валюти щодо певної іноземної валюти. Це зрозумілий та прозорий інструмент, ефективний у короткостроковій перспективі для стабілізації валютного ринку. Однак він є вразливим до зовнішніх шоків, таких як зміни у світових цінах або фінансових кризах, що обмежує гнучкість політики. Крім того, цей підхід може сприяти доларизації економіки, що знижує можливість ефективного використання монетарних інструментів.

Таргетування інфляції спрямоване на досягнення низького та стабільного рівня інфляції через встановлення чітких чисельних орієнтирів. Такий підхід дозволяє зосередитися на внутрішніх економічних показниках, підвищує прозорість і підзвітність центрального банку, а також зменшує невизначеність для інвесторів, забезпечуючи передбачуваність змін процентних ставок. Проте він має свої обмеження, зокрема ризик недостатньої уваги до шоків у виробництві або умовах торгівлі. Надмірна орієнтація на рівень цін може відволікати від інших важливих економічних цілей, таких як підтримка зайнятості чи економічного зростання.

Вибір монетарної стратегії залежить від економічного контексту, структурних особливостей країни та пріоритетів центрального банку. Ефективність кожного підходу визначається його здатністю адаптуватися до змінних умов і забезпечувати довгострокову стабільність економіки.

Для реалізації обраного режиму монетарної політики держави покладаються на спеціалізовані інститути грошово-кредитного регулювання, серед яких ключову роль відіграють центральні банки. Центральний банк – це установа,

що здійснює управління валютною та монетарною політикою країни чи валютного союзу, маючи монопольне право на збільшення грошової бази. У більшості країн центральні банки функціонують як незалежні органи, що дозволяє мінімізувати вплив політичних чинників на їхню діяльність.

Таким чином, монетарна політика є важливим елементом економічної політики, спрямованим на досягнення ключових макроекономічних цілей, таких як стабільність цін, стійке економічне зростання, забезпечення повної зайнятості та стабільність фінансової системи. Для реалізації цих цілей центральний банк застосовує різноманітні інструменти та канали впливу, адаптуючи свою діяльність до поточних економічних умов.

1.2 Сутність монетарних каналів і їх класифікація

Для впливу на реальну економіку монетарна політика використовує різноманітні механізми, відомі як монетарні канали впливу. Серед них ключову роль відіграє **процентний канал**, інструментом якого є процентна ставка. Цей елемент монетарної політики є основним засобом, через який центральні банки впливають на економічну динаміку, визначаючи вартість запозичень і дохідність інвестицій. Усі центральні банки розвинених країн використовують процентні ставки як провідний інструмент досягнення цілей монетарної політики. [15, 16]

Збереження цінової стабільності є пріоритетною метою центральних банків, і досягається вона завдяки контролю за рівнем інфляції. Підвищення процентних ставок зазвичай застосовується, коли інфляція перевищує цільові показники, що робить запозичення дорожчими, обмежує витрати та послаблює загальну економічну активність. У періоди економічного спаду центральні банки можуть знижувати ставки, стимулюючи доступність кредитів і заохочуючи підвищені витрати споживачів і підприємств, що сприяє економічному відновленню.

Навпаки, під час економічного зростання підвищення ставок допомагає стримувати перегрів економіки та послаблювати інфляційний тиск.

Зміни процентних ставок впливають на фінансову діяльність споживачів і підприємств. Знижені ставки стимулюють кредитування, витрати й інвестиції, що сприяє економічній активності. Високі ставки, навпаки, стримують запозичення та витрати, знижуючи ризик перегріву економіки. Процентні ставки також впливають на обмінний курс валюти: високі ставки приваблюють іноземний капітал, що підвищує курс національної валюти, тоді як зниження ставок може призвести до її девальвації.

Процентний канал також має значний вплив на оцінку активів, зокрема акцій і нерухомості. Знижені ставки підвищують ціни на активи, роблячи інвестиції більш привабливими, тоді як високі ставки можуть знижувати їхню вартість. Окрім змін ставок, центральні банки використовують комунікаційні стратегії, надаючи орієнтири щодо очікуваних змін, що допомагає формувати ринкові очікування й підтримувати ефективність монетарної політики.

Загалом, залежно від вибору монетарної політики (стимулююча чи стримуюча) можна виділити наступний механізм реалізації політики через процентний канал впливу:

- 1) Вибір стримуючої (стимулюючої) політики.
- 2) Збільшення (зниження) значення процентної ставки.
- 3) Дорожчання (здешевлення) кредитів ЦБ, і відповідно зниження (зростання) попиту на них з боку комерційних банків.
- 4) Зменшення (збільшення) ресурсів комерційних банків.
- 5) Дорожчання (здешевлення) кредитів КБ.
- 6) Зниження (збільшення) попиту на кредити з боку економічних суб'єктів.
- 7) Зниження (збільшення) банківських операцій та грошової маси.

- 8) Зниження (збільшення) темпів інфляції. Пригнічення (стимуляція) зростання економіки.
- 9) Ревальвація (девальвація) національної валюти.

Валютний канал монетарної політики безпосередньо пов'язаний з механізмами валютного регулювання, яке виступає складовою економічної політики держави, спрямованої на забезпечення стабільності національної валюти та регулювання валютних операцій. Валютне регулювання визначається як система інструментів, застосовуваних державними органами та ринковими механізмами для впливу на валютний курс і рух валютних активів на національному та міжнародному рівнях. Ці інструменти поділяються на прямі та опосередковані, кожен із яких виконує свою функцію в досягненні цілей валютної політики. [17]

Прямі інструменти включають адміністративні заходи, такі як валютні обмеження, що забезпечують контроль над валютними операціями та концентрацію валютних ресурсів у руках держави. Валютні обмеження використовуються переважно в умовах економічних криз або дефіциту платіжного балансу для стримування витоку капіталу та стабілізації економіки.

Опосередковані інструменти охоплюють ринкові заходи, такі як девізна валютна політика, диверсифікація валютних резервів та валютні інтервенції центрального банку. Девізна політика передбачає операції купівлі-продажу іноземної валюти для регулювання курсу національної валюти. Диверсифікація валютних резервів знижує ризики, пов'язані з коливаннями валютних курсів, через розміщення резервів у надійних банках або в цінних паперах. Валютні інтервенції, спрямовані на підтримання стабільності курсу, є дієвим інструментом за умови незначних дисбалансів у платіжному балансі, проте їхня ефективність обмежена обсягами офіційних резервів.

У межах валютного регулювання також розглядаються режими валютного курсоутворення, серед яких виділяють відсутність суверенного платіжного засобу

(доларизація), фіксований курс, плаваючий курс і кероване плавання. Кожен із цих режимів має свої переваги та недоліки. Вибір конкретного режиму залежить від рівня економічного розвитку, обсягів валютних резервів і стратегічних цілей держави.

Механізм валютного каналу реалізується через вплив монетарної політики на обмінний курс, що в свою чергу впливає на сукупний попит і пропозицію в економіці. Зміна курсу валюти має два основних ефекти:

1. **Прямий ефект** – зміна курсу валюти впливає на інфляцію через зміну вартості імпорту. Підвищення курсу національної валюти знижує вартість імпортованих товарів, тоді як його знецінення підвищує ціни на імпорт.
2. **Ефект зміни відносних цін** – зміна курсу впливає на конкурентоспроможність національних товарів і послуг порівняно з імпортними. Це змінює структуру сукупного попиту, зокрема через вплив на обсяги чистого експорту, який є складовою ВВП. [13]

Важливим аспектом впливу валютного каналу є економічні очікування. Очікування змін у валютному курсі або інфляції впливають на поведінку підприємств і домогосподарств, визначаючи їхні рішення щодо інвестування, заощаджень та споживання. Таким чином, валютний канал виконує ключову роль у механізмі передачі монетарної політики, забезпечуючи баланс між стабільністю національної валюти та динамікою економічного розвитку.

Загалом, залежно від вибору монетарної політики (стимулююча чи стримуюча) можна виділити наступний механізм реалізації політики через валютний канал впливу:

- 1) Вибір стримуючої (стимулюючої) політики.
- 2) Закупівля (продаж) національної валюти.
- 3) Зміцнення (послаблення) національної валюти.

- 4) Здешевлення (здорожчання) імпортованих товарів, здорожчання (здешевлення) експортних товарів.
- 5) Зниження (збільшення) темпів інфляції. Пригнічення (стимуляція) зростання економіки.

Канал резервів є одним із механізмів впливу центрального банку на фінансову систему та економіку. Його основним інструментом виступає норма обов'язкового резервування, яка визначає частку депозитів, що комерційні банки зобов'язані зберігати у вигляді резервів. Цей інструмент дозволяє центральному банку регулювати обсяг грошової маси, що циркулює в економіці, а також впливати на рівень кредитування. [1]

Збільшення резервних вимог змушує банки утримувати більшу частку своїх депозитів як резерви, що зменшує обсяг коштів, доступних для кредитування. Як наслідок, скорочується грошова пропозиція, уповільнюється економічна активність, знижуються витрати та інвестиції, а також послаблюється інфляційний тиск. З іншого боку, зменшення резервних вимог вивільняє додаткові ресурси для банків, розширюючи їхні можливості для кредитування. Це стимулює зростання економіки, підвищення рівня інвестицій та витрат, але може посилити інфляційні ризики.

Норма обов'язкового резервування впливає не лише на обсяги кредитування, а й на рівень відсоткових ставок. Підвищення резервних вимог може призводити до зростання короткострокових ставок, оскільки банки намагаються компенсувати втрати ліквідності, тоді як їх зниження здатне зменшити вартість кредитів. Цей інструмент діє в поєднанні з іншими інструментами монетарної політики, такими як операції на відкритому ринку та регулювання облікової ставки, створюючи комплексний вплив на економіку.

Завдяки своєму впливу на фінансову систему, норма обов'язкового резервування дозволяє центральному банку забезпечувати баланс між

стимулюванням економічного зростання та підтриманням цінової стабільності. Її зміна резонує по всій економіці, впливаючи на доступність позик для споживачів і підприємств, рівень інвестицій та загальну економічну динаміку. Цей інструмент допомагає уникати фінансових криз через запобігання надмірному кредитуванню та "перегріву" економіки, а також сприяє довгостроковій стійкості економічного розвитку.

Таким чином, норма обов'язкового резервування є універсальним та стратегічно важливим інструментом монетарної політики, що забезпечує ефективне управління економічними циклами та створює передумови для фінансової стабільності й сталого розвитку.

В загальному, залежно від вибору монетарної політики (стимулююча чи стримуюча) можна виділити наступний механізм реалізації політики через резервний канал впливу:

- 1) Вибір стримуючої (стимулюючої) політики.
- 2) Збільшення (зменшення) норм обов'язкового резервування.
- 3) Зменшення (збільшення) ресурсів комерційних банків.
- 4) Дорожчання (здешевлення) кредитів КБ.
- 5) Зниження (збільшення) попиту на кредити з боку економічних суб'єктів.
- 6) Зниження (збільшення) грошової маси.
- 7) Збільшення (зменшення) попиту на національну валюту.
- 8) Зниження (збільшення) темпів інфляції. Пригнічення (стимуляція) зростання економіки.
- 9) Ревальвація (девальвація) національної валюти.

Канал активів є одним із центральних механізмів, через який центральний банк здійснює вплив на економічну активність, грошову масу та валютний курс. Основним інструментом цього каналу є операції купівлі-продажу цінних паперів на відкритому ринку. Завдяки цим операціям центральний банк регулює рівень

ліквідності в банківській системі, впливаючи на інфляцію, обсяги кредитування, рівень інвестицій та коливання валютного курсу. [4, 5]

У межах стримуючої монетарної політики центральний банк продає цінні папери на відкритому ринку. Ці дії спричиняють зменшення обсягу грошових ресурсів у комерційних банків, оскільки кошти списуються з їхніх резервних або кореспондентських рахунків для оплати придбаних активів. Як результат, банки мають менше коштів для кредитування, що знижує ділову активність, скорочує споживчі витрати та уповільнює економічне зростання. Одночасно, зменшення грошової маси в обігу сприяє зміцненню національної валюти, що позитивно впливає на її зовнішню вартість.

Навпаки, у рамках стимулюючої монетарної політики центральний банк здійснює зворотні дії, купуючи цінні папери у комерційних банків. Це збільшує їхню ресурсну базу, забезпечуючи більшу доступність коштів для кредитування. У результаті активізується економічна діяльність, стимулюються інвестиції, зростає рівень споживчих витрат та збільшується грошова маса в обігу. Проте підвищення грошової маси може чинити тиск на валютний курс, потенційно послаблюючи національну валюту через зростання її пропозиції.

Валютний аспект операцій на відкритому ринку є важливим інструментом регулювання конкурентоспроможності економіки. Продаж цінних паперів скорочує грошову масу, сприяючи зміцненню національної валюти, тоді як їх придбання розширює грошову масу, що може знижувати її зовнішню вартість. Ці механізми дозволяють центральному банку досягати рівноваги між внутрішньою економічною стабільністю та зовнішньою конкурентоспроможністю країни.

Операції на ринку цінних паперів мають також суттєвий вплив на фінансовий сектор. Зміна вартості активів впливає на добробут економічних суб'єктів, зокрема на кредитоспроможність домогосподарств і підприємств. Зростання вартості активів підвищує рівень добробуту власників, що може

стимулювати споживчі витрати, а також покращує можливості залучення додаткових фінансових ресурсів через заставу активів. Водночас доступність кредитів та стан фінансових ринків визначають інвестиційну привабливість країни для іноземного капіталу, що має стратегічне значення для економічного розвитку.

В загальному, залежно від вибору монетарної політики (стимулююча чи стримуюча) можна виділити наступний механізм реалізації політики через канал активів:

- 1) Вибір стримуючої (стимулюючої) політики.
- 2) Продаж (купівля) центральним банком цінних паперів.
- 3) Зменшення (збільшення) ресурсів комерційних банків за рахунок купівлі (продажу) цінних паперів.
- 4) Дорожчання (здешевлення) кредитів КБ.
- 5) Зниження (збільшення) попиту на кредити з боку економічних суб'єктів.
- 6) Зниження (збільшення) грошової маси.
- 7) Збільшення (зменшення) попиту на національну валюту.
- 8) Зниження (збільшення) темпів інфляції. Пригнічення (стимуляція) зростання економіки.
- 9) Ревальвація (девальвація) національної валюти.

Крім наведених монетарних каналів впливу, залежно від стратегій та умов економічного розвитку, центробанками держав можуть застосовуватися інші трансмісійні заходи, як використання депозитних сертифікатів чи вертолітних грошей. Також варто не забувати про психологічний вплив на економічних агентів, який регуляторні органи можуть здійснювати через інформаційний канал впливу та формування очікувань.

Отже, монетарні канали впливу на економіку представляють собою трансмісійні механізми, через які гроші та грошова політика центрального банку взаємодіють з реальною економікою. Цими каналами виступають: процентна, валютна, резервна політики, управління активами та борговими зобов'язаннями, очікування та психологічні чинник та ін.

1.3 Особливості реалізації монетарної політики в різних економіках та умовах економічного розвитку

Як було сказано попередньо, монетарна політика є важливим інструментом досягнення макроекономічної стабільності, впливу на економічне зростання, стримування інфляції та регулювання зайнятості. Однак спосіб реалізації монетарної політики суттєво варіюється залежно від економічної структури країни, рівня її розвитку, інституційної спроможності та зовнішніх умов. Відмінності особливо очевидні при порівнянні розвинених країн, країн з перехідною економікою та країн, що розвиваються, оскільки кожна з цих груп має унікальні виклики та особливості трансмісії монетарних імпульсів.

У розвинених країнах, таких як Сполучені Штати Америки, держави Європейського Союзу та Японія, монетарна політика функціонує в умовах стабільної інституційної бази, незалежності центральних банків і розвинених фінансових ринків. Основними каналами трансмісії в цих країнах є канал процентних ставок, канал кредитування, канал цін активів та канал очікувань. Завдяки високій довірі до центральних банків і глибоким фінансовим ринкам, зміни ключових ставок та інтервенції на ринку активів швидко передаються на ринки кредитів та капіталу, впливаючи на інвестиційну та споживчу активність. [18]

У Сполучених Штатах Федеральна резервна система реалізує монетарну політику через подвійний мандат: досягнення максимальної зайнятості та забезпечення стабільності цін. Ключовими інструментами є регулювання федеральної фондової ставки (через канал процентних ставок), операції на відкритому ринку, а також програми кількісного пом'якшення (QE). Кількісне пом'якшення впливає переважно через канал цін активів і канал очікувань: викуповуючи державні і корпоративні облігації, ФРС підвищувала їхню

ціну і знижувала дохідність, стимулюючи зростання цін на активи та створення ефекту багатства, що в свою чергу підвищувало споживчі та інвестиційні витрати. Канал очікувань також активізувався через сигнали ринку про готовність ФРС підтримувати економічну активність тривалий час. [18]

Європейський центральний банк (ЄЦБ) визначає монетарну політику для країн єврозони, головною метою якого є підтримка інфляції на рівні нижче, але близькому до 2% у середньостроковій перспективі. У відповідь на боргову кризу ЄЦБ застосував програму прямих монетарних операцій (ОМТ) та реалізував власні програми кількісного пом'якшення. Подібно до США, QE у ЄЦБ активізував канал цін активів, підвищуючи вартість облігацій і знижуючи вартість залучення капіталу для банків, компаній і держави. Додатково використовувався канал очікувань для стабілізації ринкових прогнозів. [19]

У Японії Банк Японії, намагаючись боротися з тривалою дефляцією, застосовував стратегію агресивного кількісного та якісного пом'якшення (QQE). Це було спрямовано на активацію каналу цін активів через масштабний викуп не тільки облігацій, але і акцій та біржових фондів (ETF), стимулюючи зростання вартості активів та позитивні очікування в економіці. Таким чином, у розвинених економіках кількісне пом'якшення діє переважно через канал цін активів і канал очікувань, доповнюючи класичний механізм процентних ставок.

На відміну від розвинених економік, країни з перехідною економікою стикаються з подвійними викликами: необхідністю контролю інфляції та водночас стимулювання економічного зростання в умовах структурних реформ та менш розвиненої фінансової системи. У таких країнах основними стають валютний канал, а також у меншій мірі — процентний канал.

В Україні Національний банк України (НБУ) з 2016 року перейшов до режиму гнучкого інфляційного таргетування. Основними каналами монетарної трансмісії є валютний канал та процентний канал. Зміни облікової ставки

впливають на вартість кредитів, але водночас через високий рівень доларизації економіки курс гривні має прямий ефект на інфляцію. НБУ також застосовує інтервенції на валютному ринку для обмеження надмірної волатильності обмінного курсу, що впливає на ціни імпортованих товарів.[2]

В Індії Резервний банк Індії практикує гнучке інфляційне таргетування, але з одночасним активним втручанням на валютному ринку. Тут спостерігається поєднання процентного каналу та валютного каналу трансмісії. У Бразилії Центральний банк Бразилії орієнтується переважно на процентний канал, але через залежність економіки від експорту сировини та нестабільність курсу реала валютний канал також відіграє важливу роль. [21, 23]

У країнах, що розвиваються, основною проблемою є структурні та інституційні обмеження. Нерозвиненість фінансових ринків, низький рівень довіри до центральних банків та переважаюча фіскальна домінація обмежують ефективність процентного та кредитного каналів, натомість значення валютного каналу суттєво зростає. У Нігерії Центральний банк Нігерії значною мірою залежить від валютного каналу через нестабільність національної валюти та обмежений вплив процентних змін на економіку. В Ефіопії схожим чином Національний банк Ефіопії орієнтується на стабілізацію валютного курсу для контролю інфляційного тиску. [8, 22]

Крім того, у країнах з розвиненими ринками активів діє канал цін активів: зміни вартості облігацій, акцій або нерухомості впливають на добробут домогосподарств, вартість корпоративного капіталу та інвестиційні рішення. Наприклад, у розвинених економіках підвищення цін на нерухомість або акції після монетарних стимулів стимулює споживання через ефект багатства. У країнах, що розвиваються, цей канал має обмежене значення через низьку глибину фінансових ринків.

Глобалізація створює додаткові виклики для монетарної політики в усіх типах економік. Посилення фінансової інтеграції означає, що внутрішні грошово-кредитні умови дедалі більше залежать від змін у політиці великих економік. Так, під час "Taper Tantrum" 2013 року оголошення про згортання QE у США викликало масовий відтік капіталу з країн, що розвиваються, через канал очікувань і канал цін активів. Таким чином, рівень економічного розвитку безпосередньо визначає домінуючі канали монетарної трансмісії:

- У розвинених країнах: процентний канал, канал очікувань та канал цін активів.
- У країнах з перехідною економікою: валютний канал і процентний канал.
- У країнах, що розвиваються: валютний канал домінує, а інші канали діють обмежено.

Відповідно, ефективність монетарної політики залежить від гнучкого використання різних каналів трансмісії з урахуванням особливостей національної економіки та зовнішнього середовища.

Таким чином, реалізація монетарної політики в різних країнах має свої особливості, зумовлені рівнем економічного розвитку, глибиною фінансових ринків та інституційною спроможністю центральних банків. У розвинених економіках монетарна трансмісія є багатоканальною і ефективно працює через процентний канал, канал очікувань та канал цін активів. У країнах з перехідною економікою важливу роль відіграють процентний та валютний канали, зважаючи на більшу вразливість до змін обмінного курсу. У країнах, що розвиваються, домінує валютний канал через слабкість фінансової системи та низьку ефективність традиційних інструментів процентної політики. Застосування кількісного пом'якшення в розвинених економіках підсилює насамперед канал цін активів і канал очікувань, тоді як у менш розвинених економіках такі інструменти обмежено ефективні. Розуміння цих відмінностей є критичним для формування адекватної монетарної стратегії в умовах глобальної економічної інтеграції.

РОЗДІЛ 2

АНАЛІЗ ЗАСТОСУВАННЯ МОНЕТАРНИХ КАНАЛІВ ВПЛИВУ НА ЕКОНОМІКУ У КРАЇНАХ ІЗ РІЗНИМ РІВНЕМ ЕКОНОМІЧНОГО РОЗВИТКУ

2.1 Застосування монетарних каналів в США

Економіка США має унікальні характеристики, які суттєво впливають на ефективність та охоплення монетарних каналів. Будучи однією з найбільших економік світу, вона характеризується високорозвиненим фінансовим сектором, значною залежністю від споживчих витрат і глобальним домінуванням долара США. Ці фактори зумовлюють складність реалізації монетарної політики та вимагають динамічного підходу до реагування на економічні коливання. Протягом десятиліть ефективність монетарної трансмісії змінювалася під впливом фінансових інновацій, глобалізації та економічних криз. Федеральна резервна система адаптувала свої політичні інструменти для підтримки економічної стабільності, застосовуючи крім традиційного коригування процентних ставок нетрадиційні заходи, такі як кількісне пом'якшення та форвардні вказівки.

У цьому підрозділі представлено комплексний аналіз ключових монетарних каналів, що використовуються у США, з огляду на їх історичний розвиток, роль у різних економічних періоди та наслідки для майбутньої політики. У ньому досліджуються канал процентних ставок, кредитний канал, канал обмінного курсу та канал цін на активи, ілюструючи їхній вплив на економіку в цілому. Крім того, оцінюється, як зовнішні шоки, фінансова дерегуляція та технологічний прогрес вплинули на трансмісійні механізми з плином часу.

Економіка США є однією з найбільших і найбільш диверсифікованих у світі. Вона характеризується високорозвиненим фінансовим сектором, значною залежністю від споживчих витрат та глобальним домінуванням долара США. На застосування та ефективність монетарних каналів впливають такі фактори як: розвинутий фінансовий ринок, високий рівень споживання та застосування долара як глобальної резервної валюти. Так зокрема глибокі та ліквідні ринки капіталу дозволяють коригуванню монетарної політики мати негайний вплив на ціни активів, інвестиційні потоки та поведінку споживачів. Крім того, оскільки споживчі витрати становлять майже 70% ВВП, зміни у відсоткових ставках та доступності кредитів суттєво впливають на економічну активність, а широке використання долара США в міжнародній торгівлі означає, що монетарна політика США має глобальні побічні ефекти, зокрема, через обмінний курс і потоки капіталу. Функції центрального банку і здійснення централізованого контролю над комерційною банківською системою в Сполучених Штатах Америки здійснює Федеральна резервна система (ФРС).

Монетарна трансмісія в США базується на гнучкому та багатоканальному механізмі, який забезпечує ефективний вплив ФРС на макроекономічні процеси. Завдяки високому рівню розвитку фінансової системи, довірі до центрального банку, а також глобальній ролі долара США, всі основні канали грошово-кредитної політики — процентний, цін активів, кредитний, очікувань, валютний та балансового ефекту — діють взаємопідсилювально, змінюючи свою вагу залежно від фази економічного циклу.

Процентний канал виступає базовим засобом реалізації політики ФРС. Через зміну ставки по федеральних фондах центральний банк впливає на всю структуру ринкових ставок — від іпотечних до корпоративних. Після фінансової кризи 2008 року ставка була знижена до діапазону 0–0,25% і утримувалась на цьому рівні до 2015 року з метою стимулювання попиту. У 2016–2019 роках відбувалась поступова нормалізація монетарної політики, однак у відповідь на пандемічний

шок 2020 року ставка знову знизилась до нуля. У 2022–2024 роках ФРС була змушена підвищити її до 5,25–5,50%, стримуючи зростання інфляції. У динаміці можна простежити чіткий зв'язок між фазами циклу, змінами облікової ставки та рівнем інфляції й безробіття (Рисунок 2.1). Після зниження ставки у 2009–2011 роках відбулося поступове відновлення зайнятості (з 10% до 4% у 2019 році), а інфляція залишалася помірною. Навпаки, підвищення ставки у 2022 році супроводжувалося охолодженням кредитного ринку та зниженням індексу ділової активності.

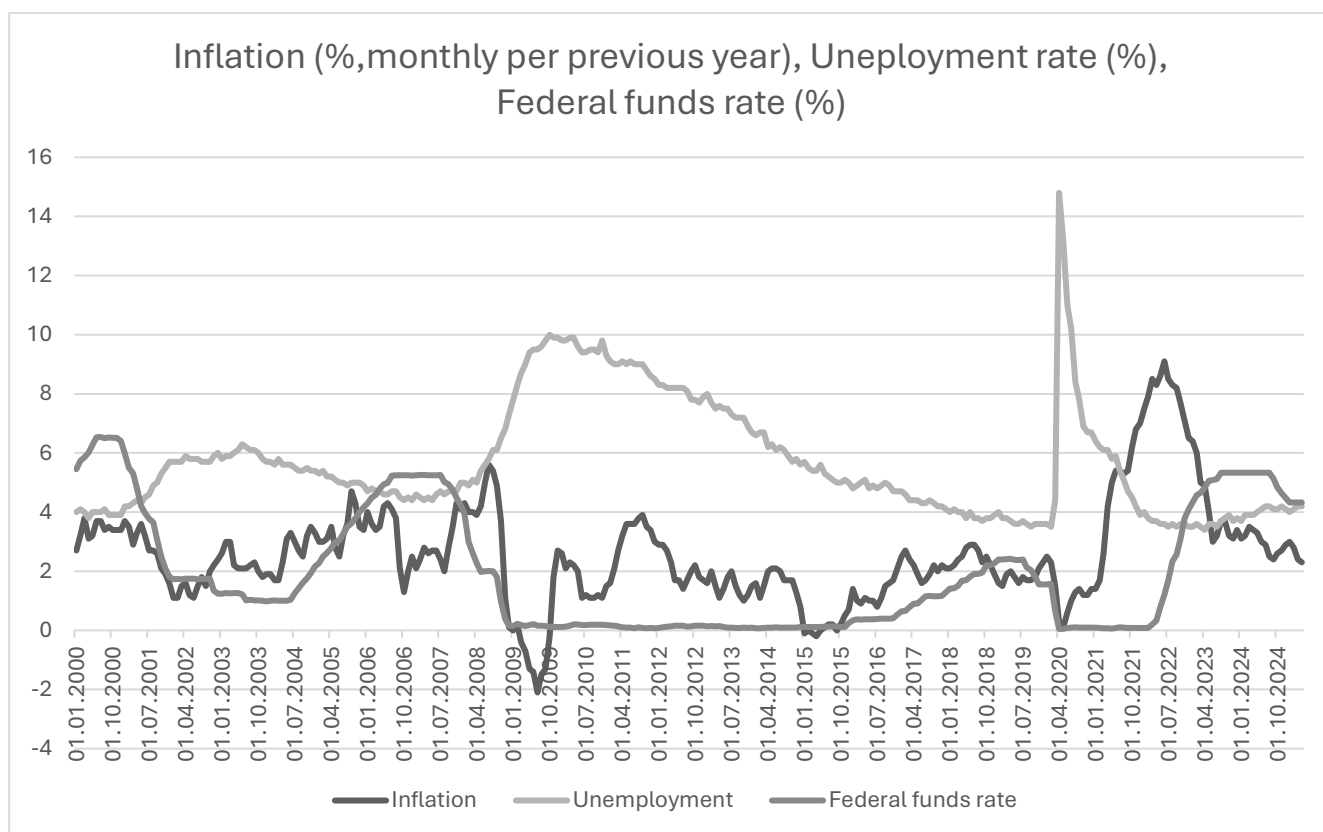


Рисунок 2.1 - Динаміка ставки по федеральних фондах, інфляції та безробіття в США (2000–2025)

Джерело: створено автором на основі [32, 33, 34]

Канал цін активів відіграє особливо важливу роль у США через значну капіталізацію фондового ринку та глибину фінансових інструментів. Політика кількісного пом'якшення (QE), що застосовувалась ФРС з 2009 року, передбачала

масові викупи державних та іпотечних облігацій. Це сприяло зниженню прибутковості паперів та переорієнтації інвесторів на акції й нерухомість. Так, індекс S&P 500 протягом 2009–2014 років зріс на понад 150%, а Case-Shiller Index (індекс цін на житло) — на 40%. Через ефект багатства (wealth effect) зросла споживча впевненість і витрати домогосподарств, що позитивно позначилось на ВВП. Однак зростання вартості активів також спричинило посилення нерівності у доходах та ризик формування «бульбашок» на ринках.



Рисунок 2.2 – Фондовий індекс S&P 500 (2000–2025)

Джерело: [36]

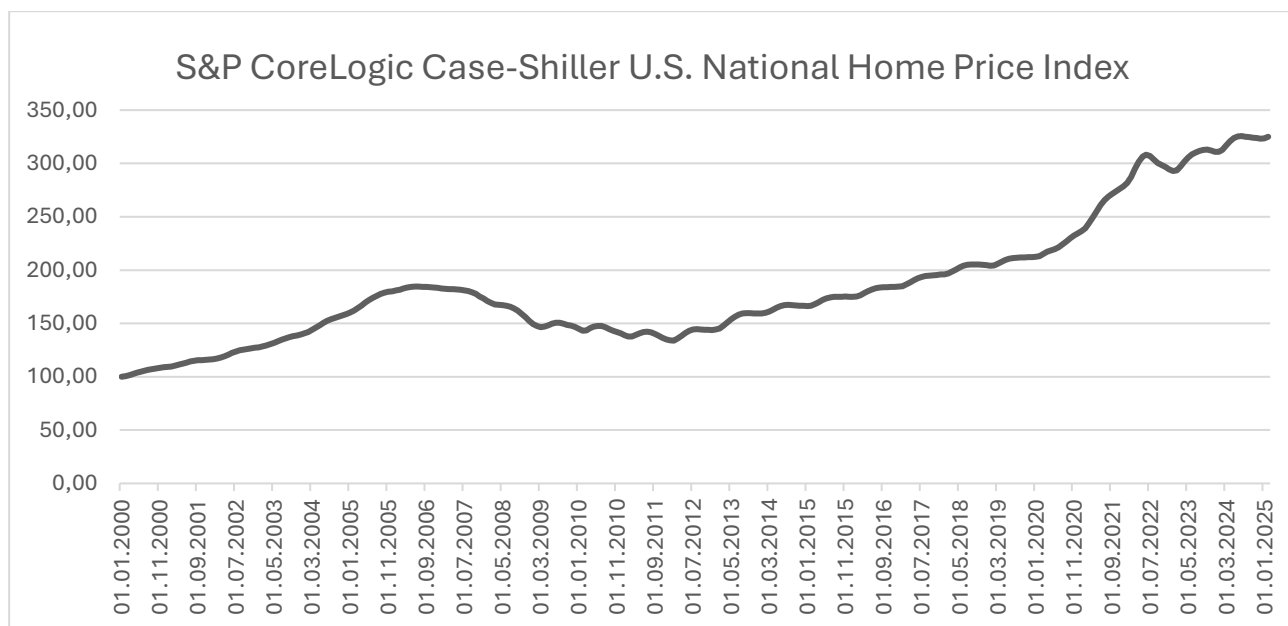


Рисунок 2.3 – Case-Shiller Index (2000–2025)

Джерело: створено автором на основі [35]

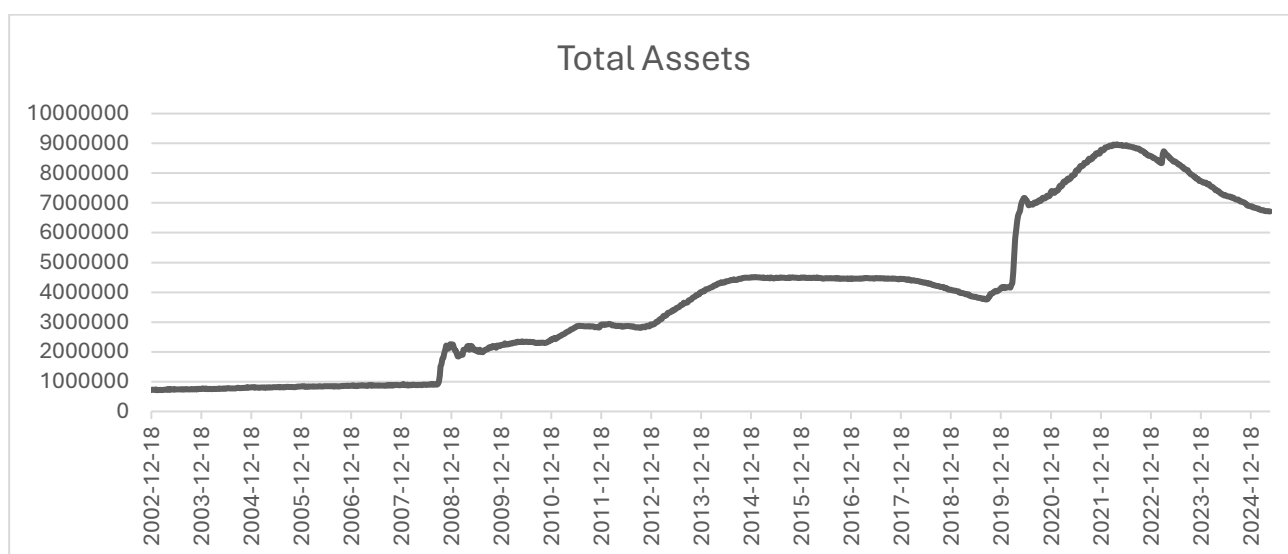


Рисунок 2.4 – Обсяг активів на балансі ФРС, млн дол. (2002–2024)

Джерело: створено автором на основі [37]

Кредитний канал, у свою чергу, діє через доступність та вартість позик для бізнесу та населення. Після 2008 року, попри низькі ставки, банки обмежували кредитування через проблеми з ліквідністю і регуляторні зміни. Відповіддю стали

програми надання ліквідності (TAF, TALF), які дозволили зупинити скорочення обсягів кредитування. У 2020–2022 роках обсяг кредитів комерційних банків сягнув \$10,8 трлн, а рівень обслуговування боргу домогосподарств знизився з 15% (у 2007) до 11% (у 2024), що свідчить про полегшення боргового навантаження. Кредитний канал посилювався балансовим ефектом — зростання вартості застави (активів) підвищувало кредитоспроможність економічних агентів. Це дозволяло реалізовувати інвестиційні проекти та стимулювало внутрішній попит. Балансовий ефект — критичний елемент, особливо у фазах відновлення після криз. Зростання вартості активів (акцій, нерухомості, пенсійних накопичень) поліпшує фінансову позицію домогосподарств і компаній, стимулюючи споживання й інвестиції. У період 2010–2024 років сукупна чиста вартість активів домогосподарств у США зросла до понад \$150 трлн. Це сприяло зростанню внутрішнього попиту, підвищенню податкових надходжень і стабілізації ринку праці.

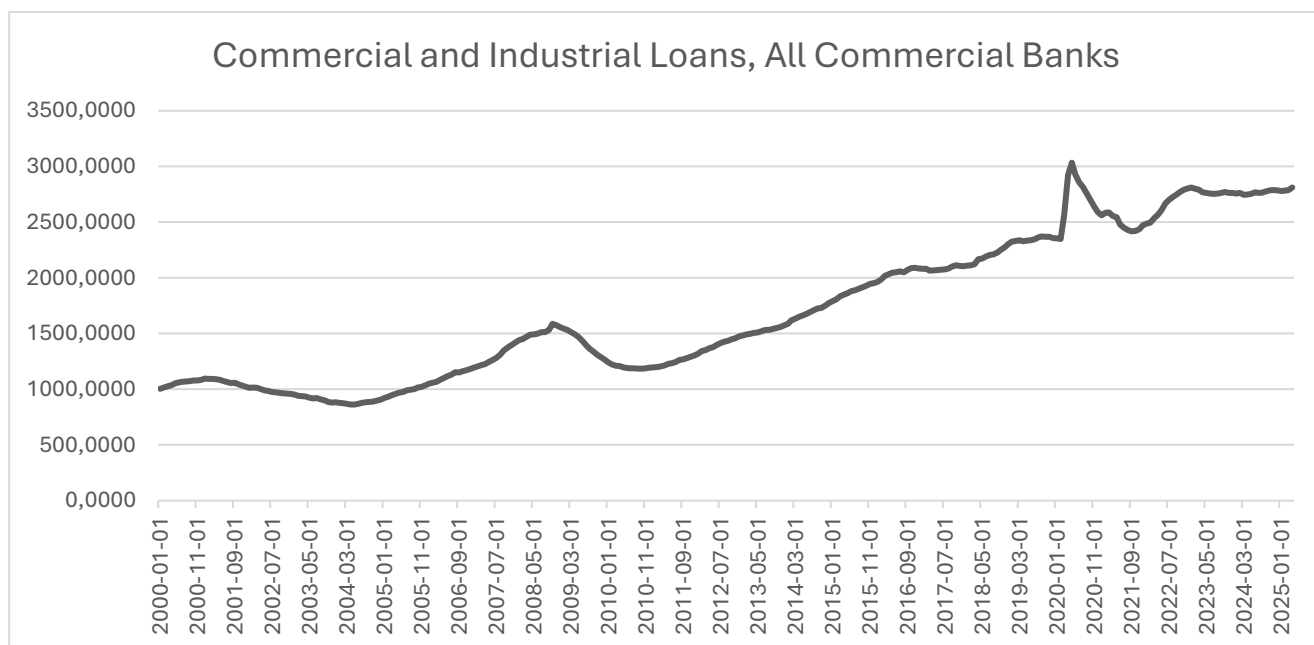


Рисунок 2.5 – Обсяги кредитування комерційними банками в США, млрд дол. (2000–2025)

Джерело: створено автором на основі [38]

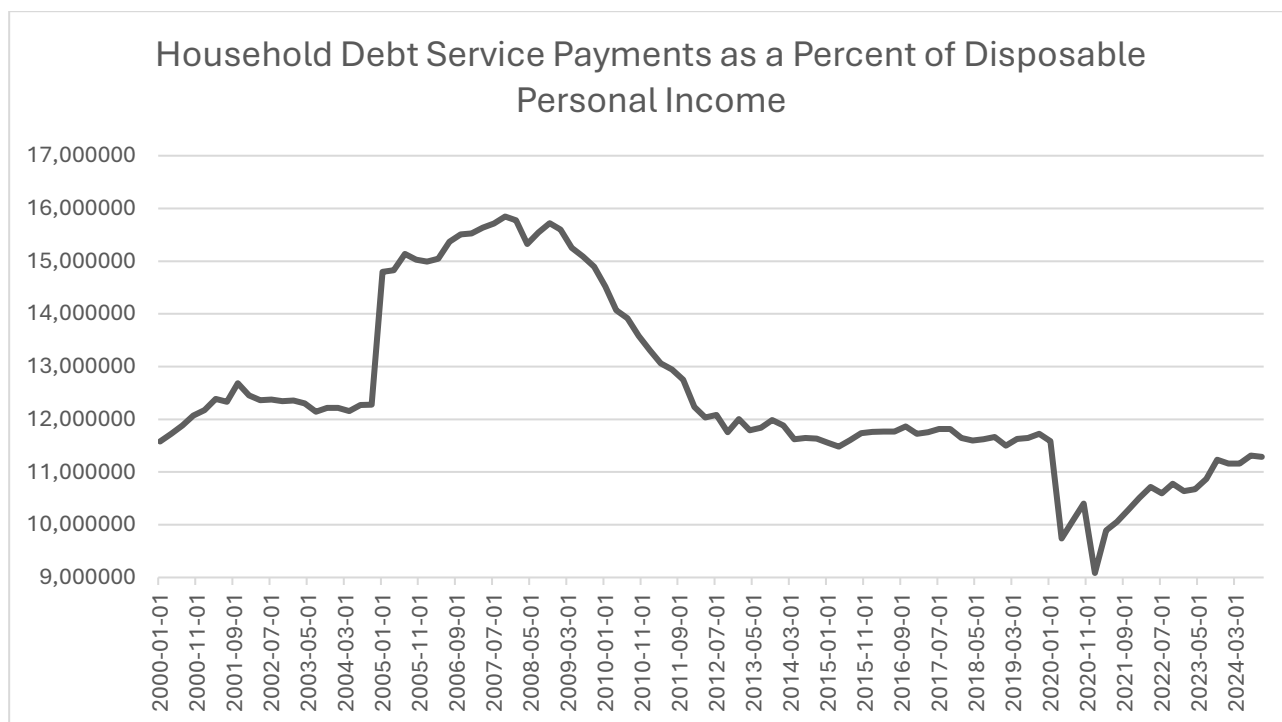


Рисунок 2.6 – Коефіцієнт обслуговування боргу домогосподарств США (% дохідності), 2000–2024

Джерело: створено автором на основі [39]

Канал очікувань став одним із ключових інструментів впливу після 2010 року. Через форвардні вказівки (forward guidance), прогнозні траєкторії процентних ставок (dot plots), публічні заяви голови ФРС (Бернанке, Єллен, Пауелл) ринок отримувач чіткі сигнали щодо майбутньої політики. Це дозволяло формувати довгострокові очікування і знижувало волатильність на ринках. Індекс споживчих очікувань, за даними Мічиганського університету, відображав зростання впевненості населення під час періодів передбачуваної монетарної політики, зокрема в 2014–2018 роках. Канал очікувань також допомагав «якірити» інфляційні очікування — 5-річна безбиткова інфляція (breakeven rate) залишалася в межах 1–3%, навіть у періоди фіскальних стимулів.

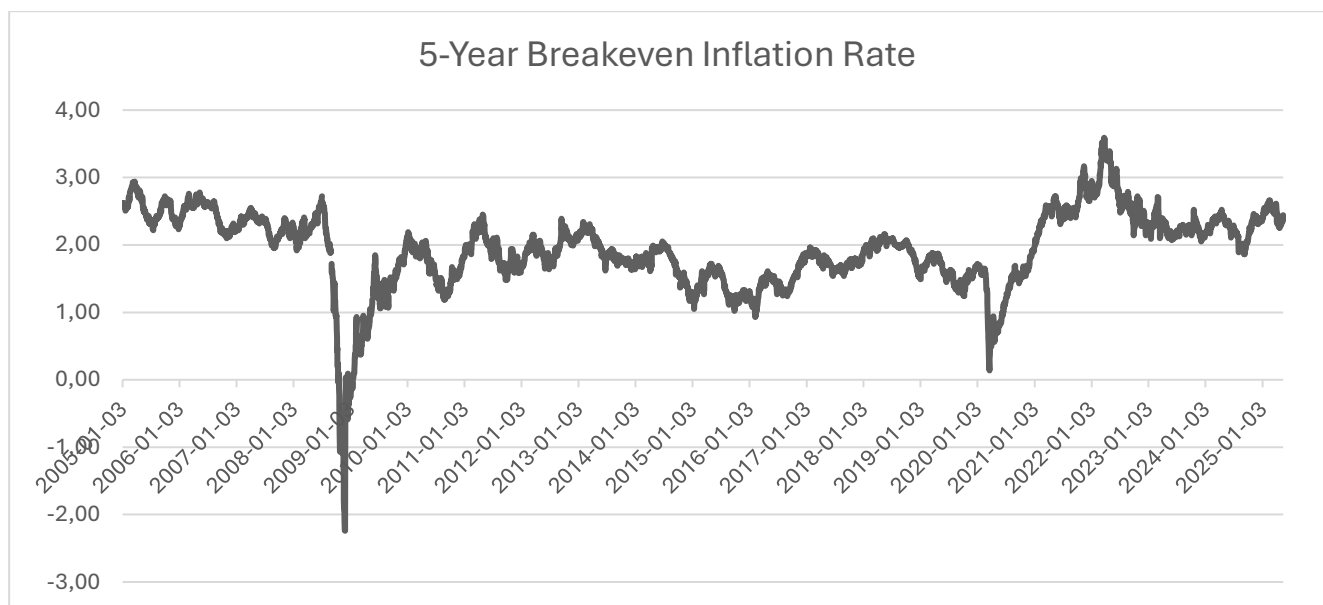


Рисунок 2.7 – 5-річні інфляційні очікування в США, 2005–2025

Джерело: створено автором на основі [40]

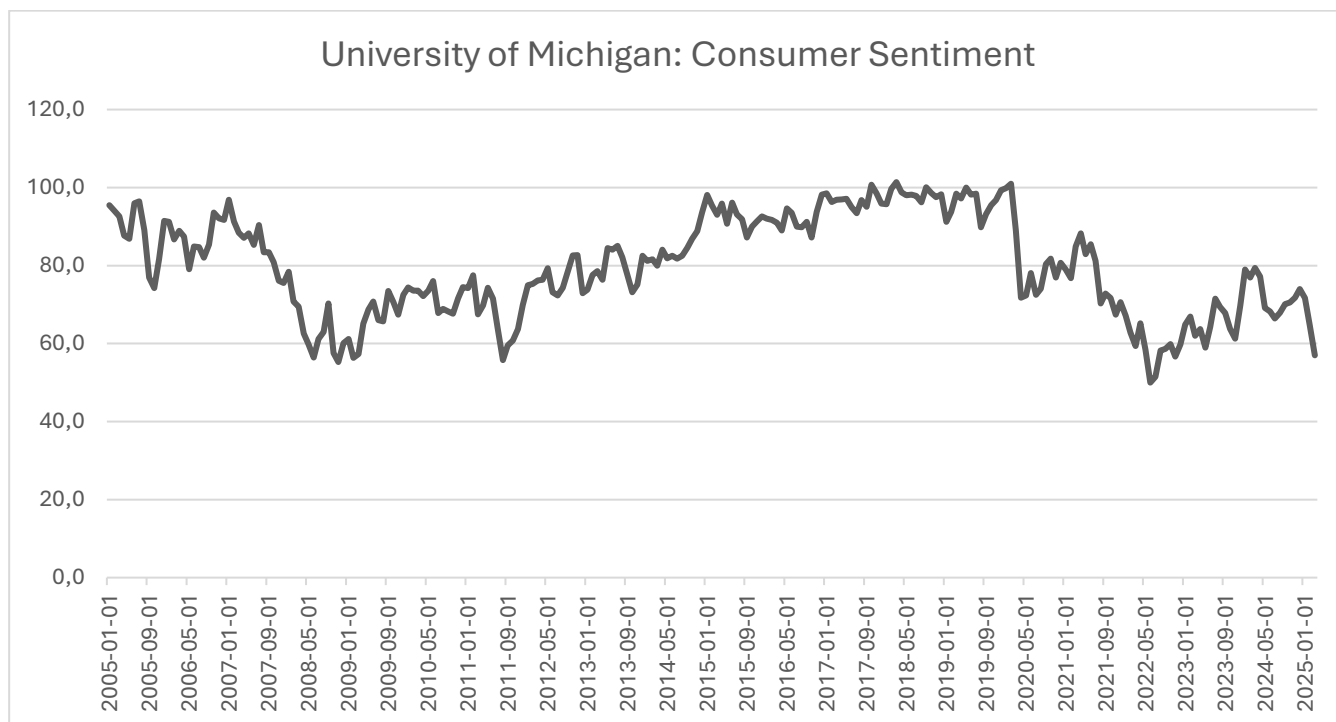


Рисунок 2.8 – Індекс споживчих очікувань Мічиганського університету (2000–2025)

Джерело: створено автором на основі [41]

Валютний канал у США має вторинну, але важливу роль, з огляду на глобальне домінування долара. Монетарна політика ФРС, зокрема у вигляді зміни ставки, впливає на індекс долара (DXY), що в свою чергу впливає на торговельний баланс. Наприклад, у 2014–2016 роках підвищення ставки призвело до укріплення долара, що погіршило конкурентоспроможність експорту і розширило дефіцит поточного рахунку. Водночас зміцнення валюти стримувало імпортовану інфляцію. У 2022 році індекс DXY сягнув позначки 127 — найвищого рівня за 20 років, що викликало глобальні наслідки для фінансових ринків, особливо в країнах, що розвиваються.

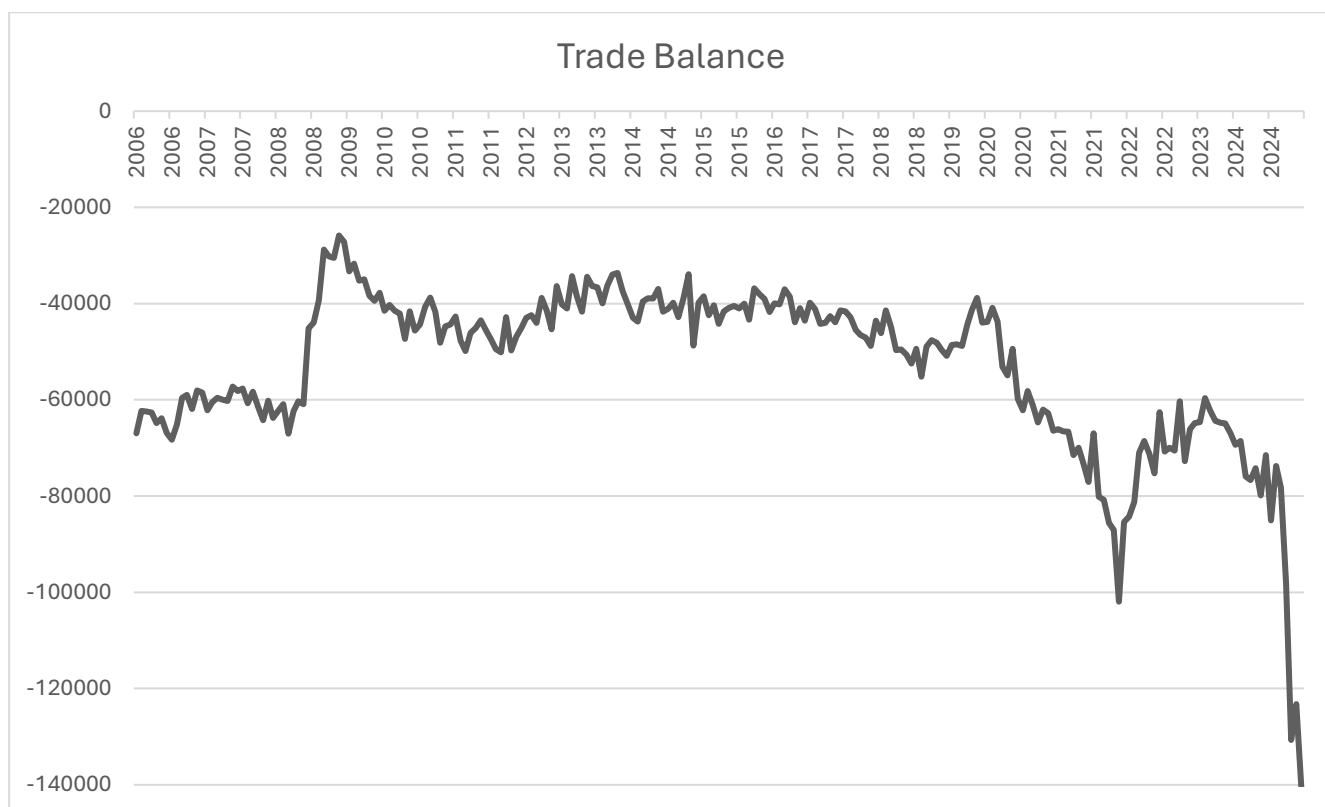


Рисунок 2.9 – Торговельний баланс США, млн дол. (2006–2024)

Джерело: створено автором на основі [43]

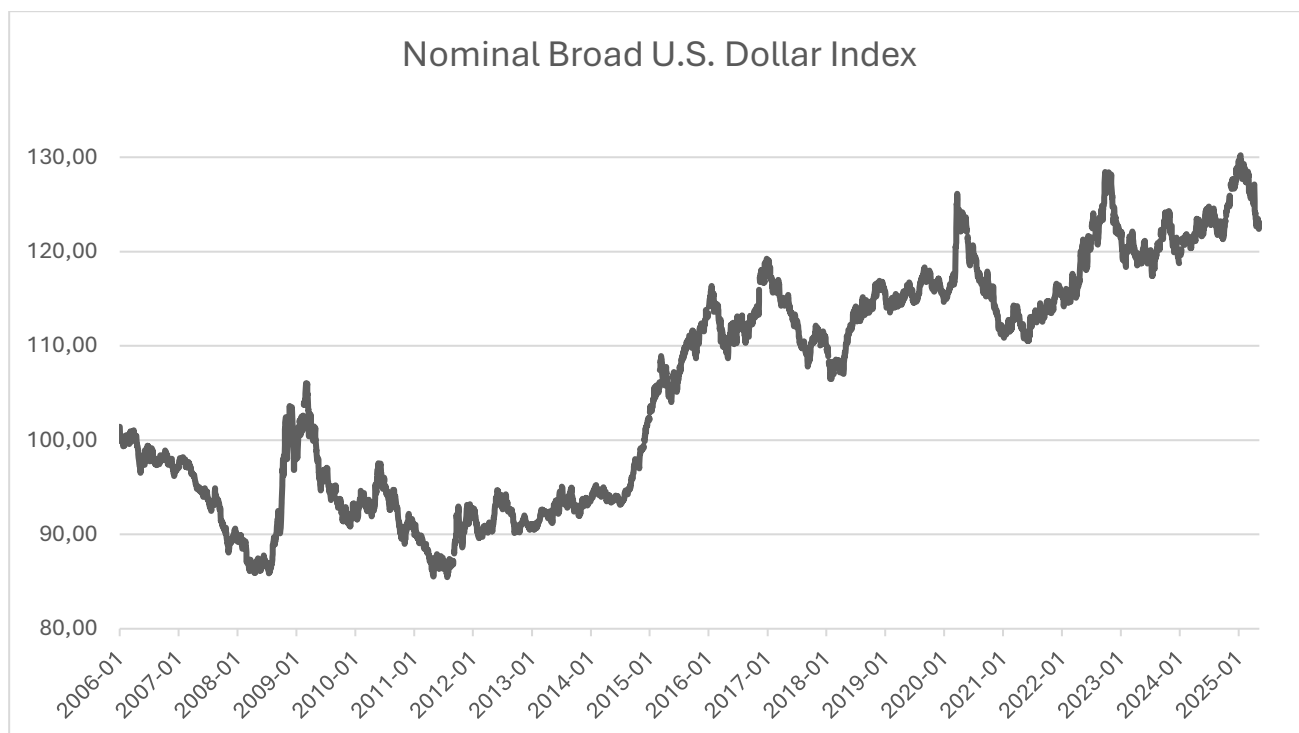


Рисунок 2.10 – Індекс долара США (DXY) (2006–2025)

Джерело: створено автором на основі [42]

Таким чином, монетарна трансмісія в США реалізується через комплексну систему каналів, які посилюють один одного. У різні періоди домінували різні механізми: у 1980-х — процентний та валютний канали; після 2008 року — канали цін активів і кредитування; у 2020-х роках — канал очікувань і балансовий ефект. Здатність ФРС адаптувати інструментарій, комбінуючи традиційні заходи (зміна ставки) з нетрадиційними (QE, форвардні орієнтири), забезпечує ефективну підтримку цінової стабільності, зайнятості та фінансової стійкості. Аналітичний розгляд дозволяє зробити висновок, що ефективність кожного каналу значною мірою залежить від економічного контексту, фази циклу, очікувань ринку та рівня довіри до центробанку. Перспективи монетарної політики США полягають у подальшій комбінації стратегій, з акцентом на проактивне управління очікуваннями та підтримку фінансової стабільності в умовах глобальної невизначеності.

2.2 Застосування монетарних каналів в Єврозоні

Монетарна політика Єврозони реалізується Європейським центральним банком (ЄЦБ) з метою досягнення цінової стабільності, визначеної як інфляція нижче, але близько 2% у середньостроковій перспективі. Особливістю трансмісійного механізму в Єврозоні є його інституційна складність: уніфікована монетарна політика накладається на неоднорідність фінансових структур країн-членів. Це вимагає гнучкого поєднання стандартних і нетрадиційних інструментів, що діють через низку ключових каналів: процентний, кредитний, канал цін активів, очікувань, валютний і балансового ефекту.

Процентний канал був традиційною опорою політики ЄЦБ у перші роки існування євро. Основна ставка за операціями рефінансування (MRO) у 2000–2008 роках залишалась у межах 2–4%, реагуючи на інфляційні та циклічні коливання. Починаючи з 2008 року, в умовах глобальної фінансової кризи, ставка була знижена з 4,25% до 1% уже до середини 2009 року. Протягом наступних років, на тлі боргової кризи в країнах PIIGS, відбулося подальше пом'якшення: у 2012 році ставка опустилася до 0,75%, а з 2014 року — до 0%. Також запроваджено негативну ставку за депозитами банків (-0,1%, пізніше -0,5%), щоб стимулювати розміщення коштів у кредитній сфері. У 2022 році, в умовах різкого стрибка інфляції до 10,6%, ЄЦБ уперше з 2011 року розпочав цикл підвищення ставок. До середини 2023 року ключова ставка сягнула 4%, що стало рекордним рівнем для Єврозони.

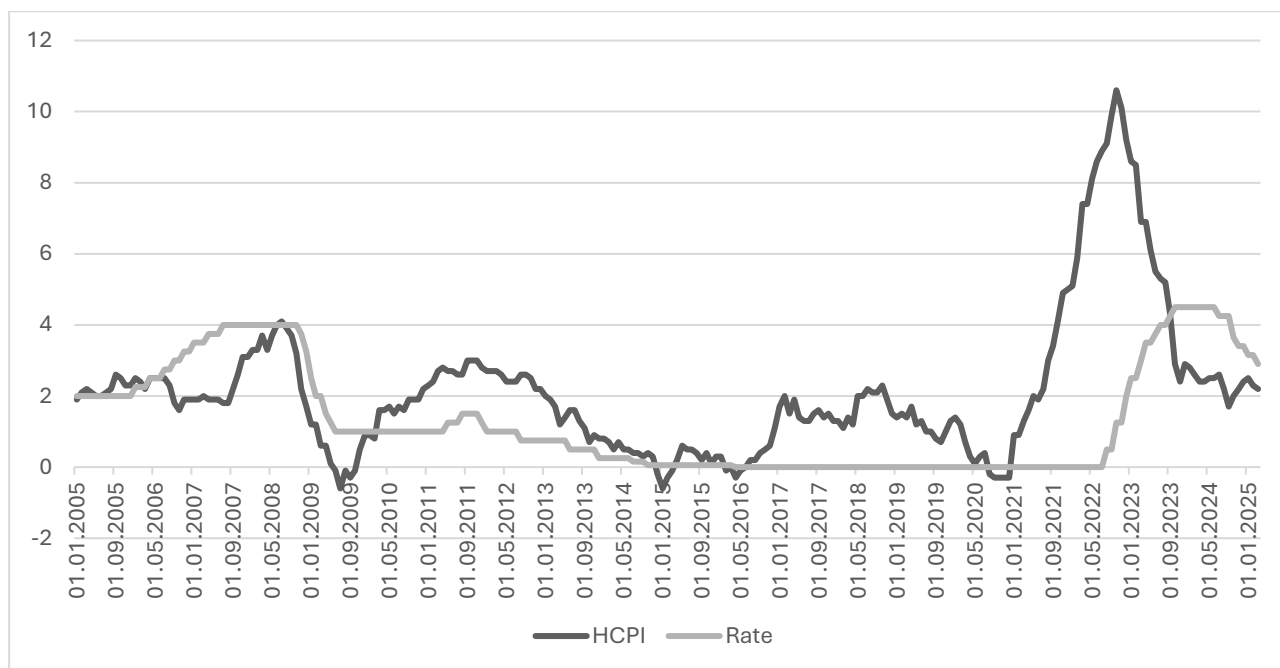


Рисунок 2.11 – Основна процентна ставка ЄЦБ та інфляція НІСР Єврозони, % (2005–2025)

Джерело: створено автором на основі [24, 26]

Кредитний канал у Єврозоні має особливе значення з огляду на домінування банків у фінансовому посередництві (близько 80% фінансування бізнесу припадає на банківські кредити). У кризовий період 2008–2012 років обсяги кредитування знизились через слабку капіталізацію банків, високі ризики дефолтів та нестачу ліквідності. ЄЦБ відповів серією надзвичайних заходів, зокрема довгостроковим рефінансуванням (LTRO) у 2011–2012 роках (€1 трлн), що дозволило уникнути краху банківського сектора. З 2014 року запущено цільове довгострокове рефінансування (TLTRO) — із прив'язкою до динаміки кредитування. Обсяг операцій TLTRO досяг €2,2 трлн у 2021 році. Це дозволило значною мірою нормалізувати умови кредитування МСП, особливо в Іспанії, Італії та Португалії.

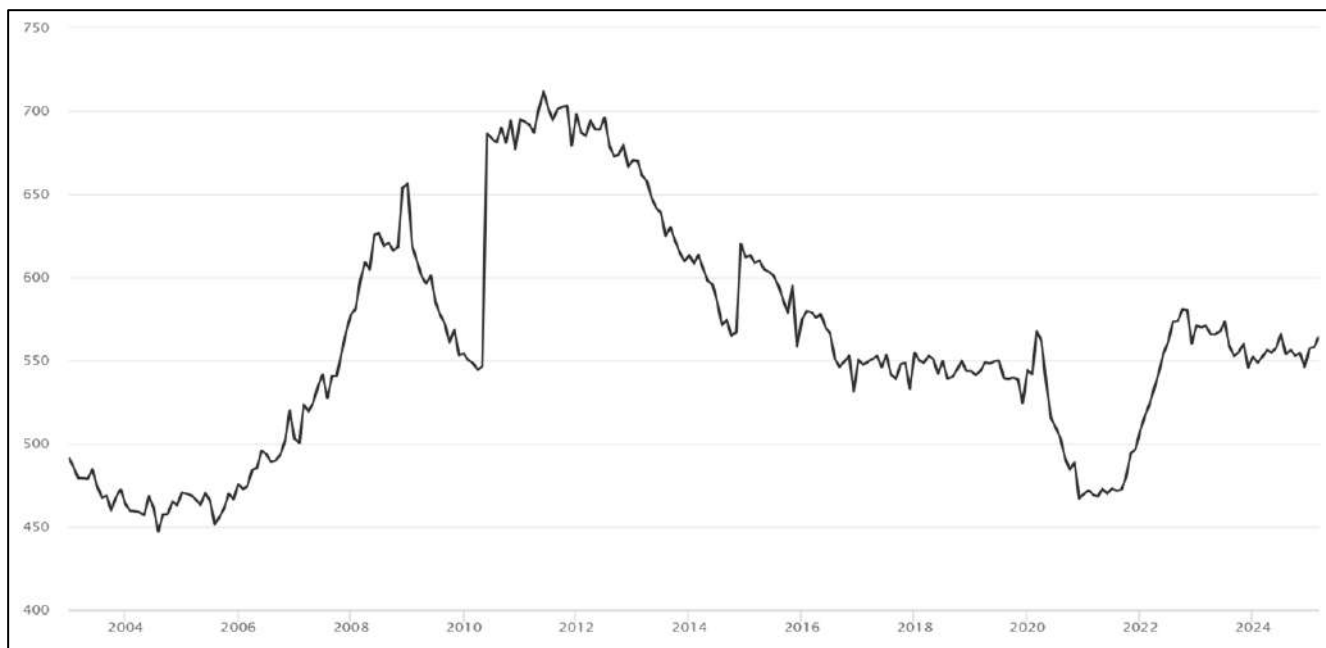


Рисунок 2.12 – Обсяг кредитів нефінансовим корпораціям у Євросоні, млрд євро (2004–2025)

Джерело: створено автором на основі [44]

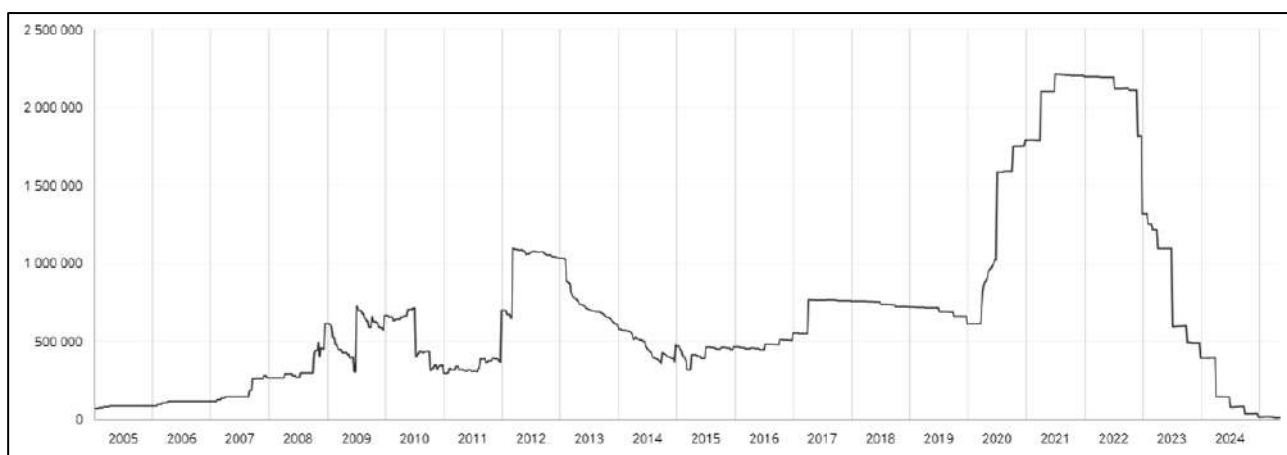


Рисунок 2.13 – Довгострокові операції з рефінансування, Євросона, млн євро (2004–2025)

Джерело: створено автором на основі [45]

Канал цін активів став основним інструментом впливу на довгострокові ставки після вичерпання можливостей традиційної політики. У 2015 році ЄЦБ

розпочав програму кількісного пом'якшення (APP), яка включала скупівлю державних облігацій, паперів агентств, активів забезпечених іпотекою (ABSPP) і корпоративних облігацій (CSPP). Це призвело до суттєвого зниження прибутковості активів: прибутковість 10-річних німецьких облігацій опустилась у негативну зону. Одночасно з цим індекс EuroStoxx 50 зростав на тлі очікувань відновлення економіки. Баланс ЄЦБ зріс із €2 трлн у 2014 до €8,5 трлн у 2022 році. Внаслідок цього збільшилась вартість активів населення, а разом із нею — рівень споживання. Зростання цін на активи — нерухомість, акції, пенсійні накопичення — після 2015 року поліщило фінансову позицію домогосподарств. Згідно з даними ЄЦБ, чиста вартість активів населення Єврозони зросла з €37 трлн у 2010 до понад €60 трлн у 2023. Водночас диспропорції між країнами зберігались: у Північній Європі виграші були значно більшими, ніж у Південно-Східній. Це призвело до загострення фінансової фрагментації. У відповідь, у 2022 році ЄЦБ розробив інструмент TPI (Transmission Protection Instrument) — механізм для купівлі боргових паперів окремих країн з метою недопущення надмірного зростання спредів.

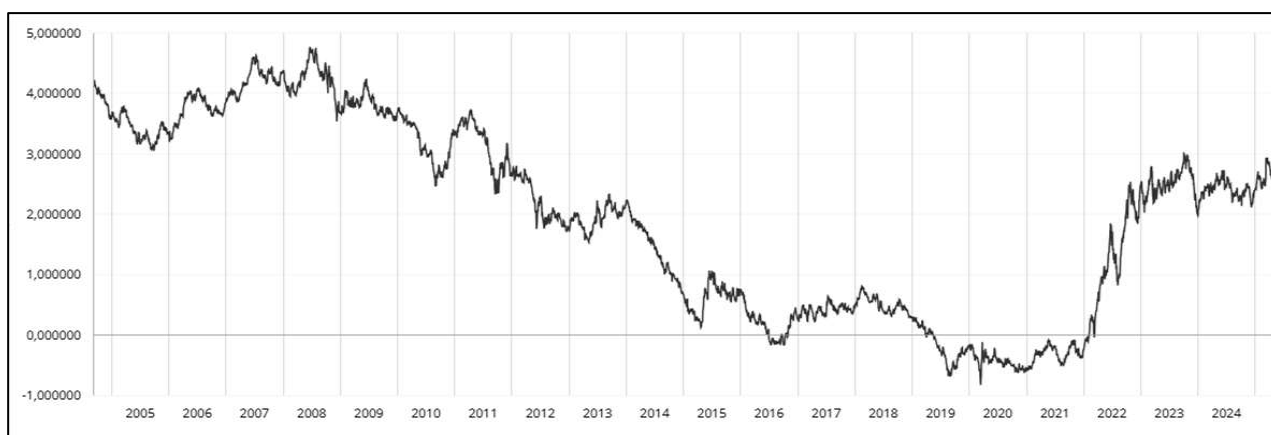


Рисунок 2.14 – Спотова ставка кривої дохідності, 10-річний термін погашення - Державні облігації, номінальні, всі емітенти з рейтингом AAA - Єврозона

Джерело: створено автором на основі [46]



Рисунок 2.15 – Індекс акцій EURO STOXX 50

Джерело: створено автором на основі [47]

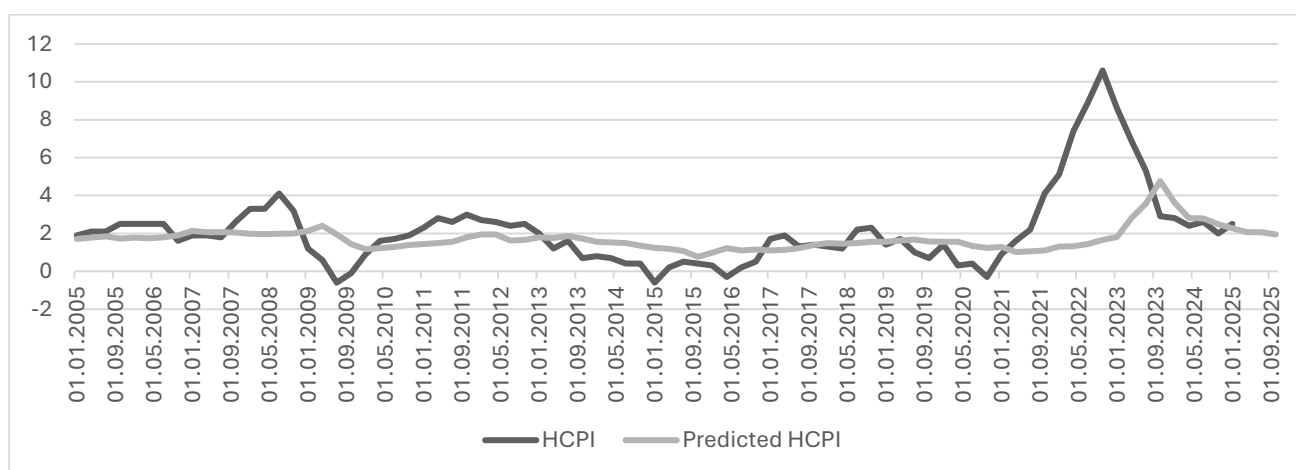


Рисунок 2.16 – Інфляційні очікування SPF та фактична інфляція НІСР (2005–2025)

Джерело: створено автором на основі [48]

Канал очікувань набув нового значення після 2013 року, коли ЄЦБ почав активно використовувати форвардні орієнтири. Наприклад, у 2014 році банк публічно заявив, що ставки залишаться низькими "впродовж тривалого часу", чим суттєво вплинув на ринкову оцінку прибутковості та ризиків. Крім того, оновлена монетарна стратегія 2021 року закріпила симетричну ціль інфляції 2%, що посилює довіру до прагнення ЄЦБ приборкати інфляцію, навіть якщо вона нижча за цільовий рівень. За результатами опитування професійних прогнозистів (Survey

of Professional Forecasters), інфляційні очікування залишались стабільними — у межах 1,8–2,0% — попри фактичну інфляцію нижче 1% у 2015–2020 роках.

Валютний канал відіграє важливу роль у Єврозоні з урахуванням відкритості економіки та частки експорту в ВВП. Політика кількісного пом'якшення та негативних ставок у 2015–2019 роках сприяла ослабленню євро. Індекс EUR/USD знизився з 1,35 у 2014 до 1,05 у 2016, що сприяло зростанню експорту та поліпшенню сальдо поточного рахунку. У 2022–2023, після посилення грошово-кредитної політики, курс зміцнився, але це знову створило тиск на конкурентоспроможність експортерів.

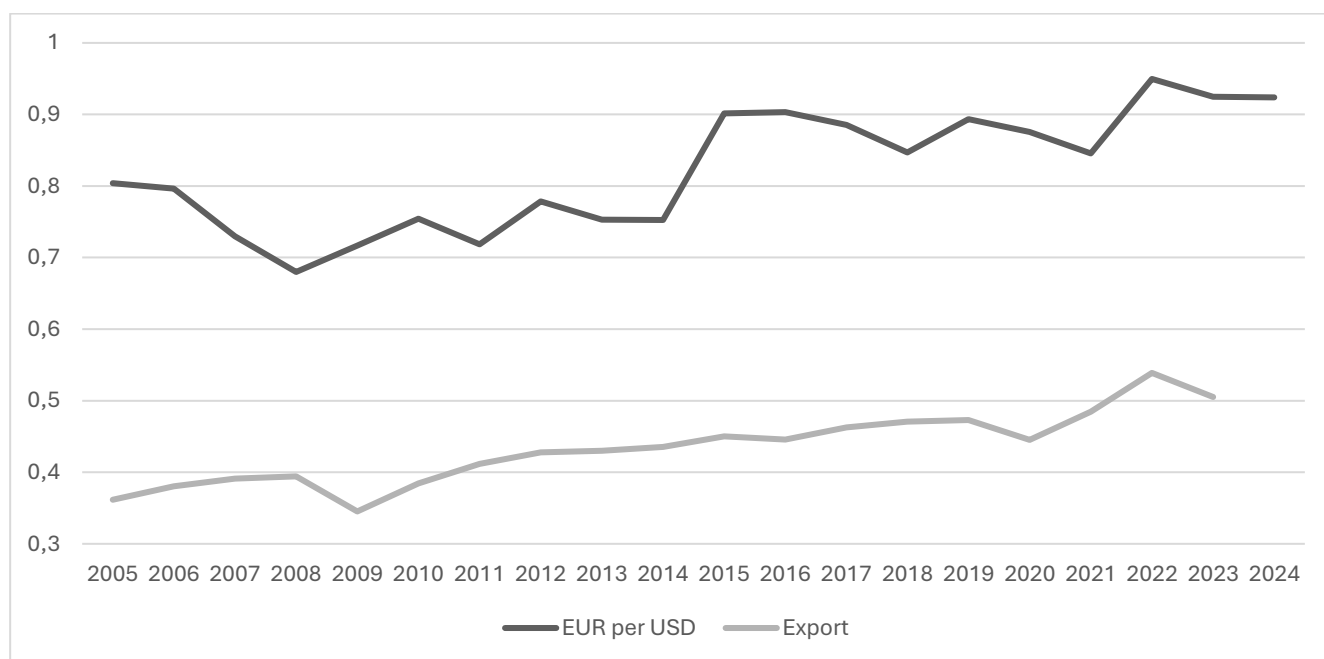


Рисунок 2.17 – Курс EUR/USD та експорт товарів і послуг Єврозони (відношення до ВВП) (2005–2024)

Джерело: створено автором на основі [49, 50]

Отже, застосування монетарних каналів у Єврозоні демонструє як високий ступінь складності, так і гнучкість сучасної монетарної політики. Європейський центральний банк, у межах свого мандата щодо забезпечення цінової стабільності,

неодноразово змінював акценти в інструментарії, залежно від економічної кон'юнктури, кризових викликів і фінансової фрагментації країн-членів.

У різні періоди домінували різні трансмісійні канали. На початковому етапі (2000–2007) пріоритетним був процентний канал як класичний інструмент регулювання грошової пропозиції. Після фінансової кризи 2008 року фокус змістився до кредитного каналу, що потребувало запровадження спеціалізованих програм ліквідності — LTRO, TLTRO, аби підтримати банківське кредитування в умовах загального дефіциту довіри. Водночас у відповідь на стійко низьку інфляцію і загрозу дефляції ЄЦБ посилив роль нетрадиційних каналів, насамперед — каналу цін активів через масштабні програми кількісного пом'якшення (APP, REPP). Паралельно з цим активізувалося застосування каналу очікувань: комунікаційна стратегія ЄЦБ сприяла зниженню ринкової невизначеності, стабілізації довгострокових інфляційних очікувань і формуванню прозорого уявлення про майбутню монетарну політику.

Із початком енергетичної та цінової кризи 2022–2023 років акценти знову змістились: ЄЦБ повернувся до класичного інструменту жорсткої політики — підвищення ставок, що вивело процентний канал на передній план. Одночасно валютний канал набув додаткової ваги через ослаблення євро відносно долара США, а зростання вартості активів та нерівномірність ефектів між країнами Єврозони зробили актуальним канал балансового ефекту, а також інституційні механізми запобігання фрагментації — зокрема, запуск TPI.

Важливим аспектом, що відрізняє Єврозону від монетарно однорідних економік (наприклад, США), є асиметричний характер трансмісії. Різна структура банківських систем, ринків капіталу, боргових профілів та рівнів добробуту зумовлює нерівномірну чутливість країн-членів до однакових грошово-кредитних імпульсів. Цей фактор ускладнює управління політикою та потребує постійного

балансування між інфляційними ризиками, економічною активністю та фінансовою стабільністю.

У підсумку, трансмісійний механізм ЄЦБ є результатом поєднання традиційних і нетрадиційних каналів впливу, адаптованих до умов багатоцентрової економіки. Поступове вдосконалення цього механізму — через підвищення інтеграції фінансових ринків, розвиток ринку капіталу, запровадження цифрового євро та гнучкі комунікаційні стратегії — становитиме основу ефективної монетарної політики Єврозони в умовах майбутніх викликів.

2.3 Застосування монетарних каналів в Україні

Україна як країна з перехідною економікою тривалий час функціонувала в умовах макроекономічної нестабільності, структурної вразливості та високої залежності від зовнішніх шоків. З моменту здобуття незалежності у 1991 році держава неодноразово стикалася з валютними кризами, періодами гіперінфляції, фінансовими дисбалансами та серйозними політичними турбуленціями. До 2015 року монетарна політика мала переважно адміністративний характер: обмінний курс гривні виконував роль номінального якоря, а рівень інфляції контролювався непрямыми методами — зокрема, валютними інтервенціями, регулюванням банківських резервів та прямим втручанням у ціноутворення.

Протягом 2000–2008 років, у період зростання, НБУ зберігав фіксований обмінний курс гривні (5–5,05 грн/дол.), що стримувало інфляцію, але поступово формувало девальваційні очікування, зростання імпорту та втрату валютних резервів. У 2008–2009 роках світова фінансова криза спричинила стрімку девальвацію гривні (до 8 грн/дол.) та інфляцію понад 20%. У 2014–2015 роках, внаслідок анексії Криму, бойових дій на Донбасі та глибокої економічної кризи,

обмінний курс обвалився до понад 30 грн/дол., інфляція перевищила 60%, а банківська система втратила понад 60 банків.

На цьому тлі НБУ здійснив фундаментальну трансформацію монетарної політики, відмовившись від утримання фіксованого курсу і перейшовши у 2016 році до режиму інфляційного таргетування (ІТ). Його метою стало досягнення і підтримання цінової стабільності, з орієнтацією на середньострокову інфляцію в межах $5\% \pm 1$ п.п., використовуючи облікову ставку як головний інструмент. Новий підхід базувався на гнучкому валютному курсі, незалежності НБУ, комунікації з ринком та прогнозно-аналітичному підході до прийняття рішень. З цього моменту в Україні почав формуватися новий трансмісійний механізм, у якому поступово активізувались основні канали: процентний, валютний, очікувань, кредитний, а згодом і цін активів.

Процентний канал став центральним інструментом монетарної політики у режимі інфляційного таргетування. Облікова ставка, яка раніше мала здебільшого сигналізуючий характер, почала визначати вартість ресурсів на міжбанківському ринку, а відтак — на ринку депозитів і кредитів. Після гіперінфляції 2015 року (43,3%) НБУ встановив облікову ставку на рівні 30%, після чого почав поступово її знижувати в умовах стабілізації цін. У 2019 році ставка досягла 8%, що стало мінімумом перед пандемією. У 2022 році, у відповідь на воєнну агресію РФ, ставка була екстрено підвищена до 25%, що дозволило стабілізувати валютний ринок і загасити інфляційні очікування. З липня 2023 року ставка почала поступово знижуватись — до 14,5% у квітні 2025 року.

Вплив процентного каналу виявлявся у зміні дохідності депозитів та кредитів, впливі на рішення щодо споживання і заощаджень, а також у поведінці банків щодо розміщення ліквідності. Його ефективність зростала в період 2017–2019 років, коли грошова пропозиція була вільнішою, а довіра до політики НБУ — вищою.

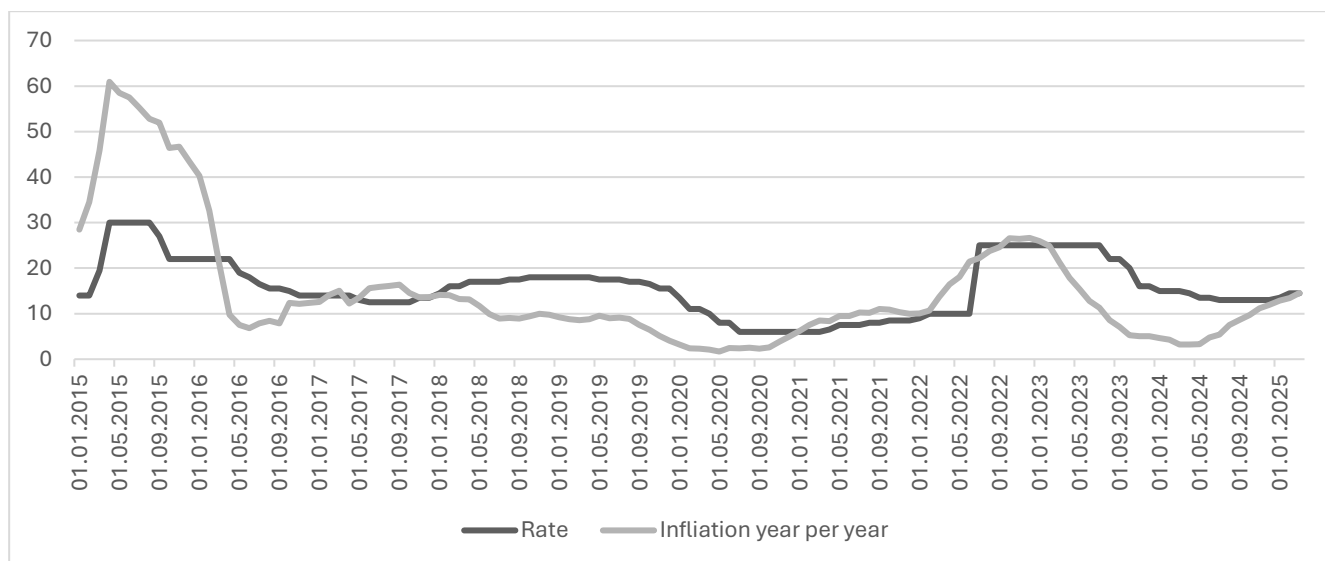


Рисунок 2.18 – Облікова ставка НБУ та індекс споживчих цін (%), 2015–2025

Джерело: створено автором на основі [28, 30]



Рисунок 2.19 – Середні ставки за гривневими депозитами та кредитами (%), 2007–2025)

Джерело: створено автором на основі [51]

Валютний канал в Україні традиційно був надзвичайно сильним. Через високу імпортозалежність економіки (частка імпорту у ВВП — понад 50%), значну доларизацію та схильність населення до заощаджень у валюті, зміни курсу гривні мають безпосередній вплив на інфляцію. У 2016–2019 роках, завдяки припливу іноземного капіталу, активності експортерів і довірі до НБУ, гривня зміцнювалась, що сприяло зниженню інфляції до 4,1% у 2019 році. У 2022 році в умовах війни було запроваджено фіксацію офіційного курсу, яку підтримували масштабні валютні інтервенції. У 2023 році НБУ повернувся до режиму керованого плавання, а курс встановлювався ринковим шляхом із інтервенційною підтримкою.

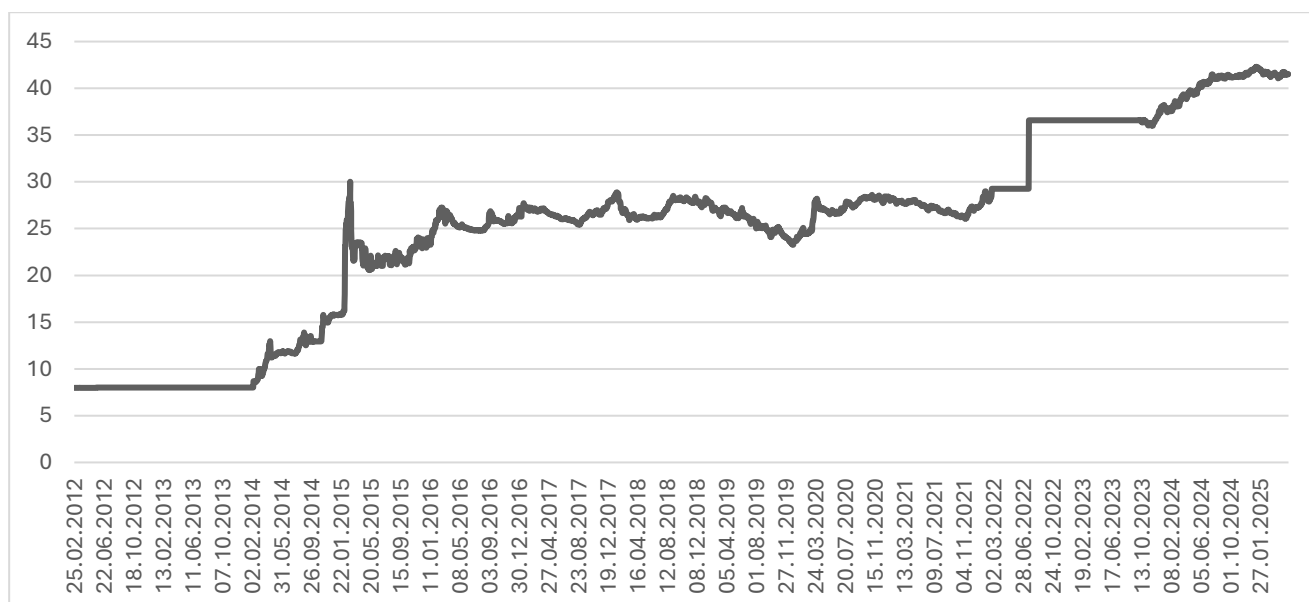


Рисунок 2.20 – Офіційний курс гривні до долара США (2012–2025)

Джерело: створено автором на основі [29]

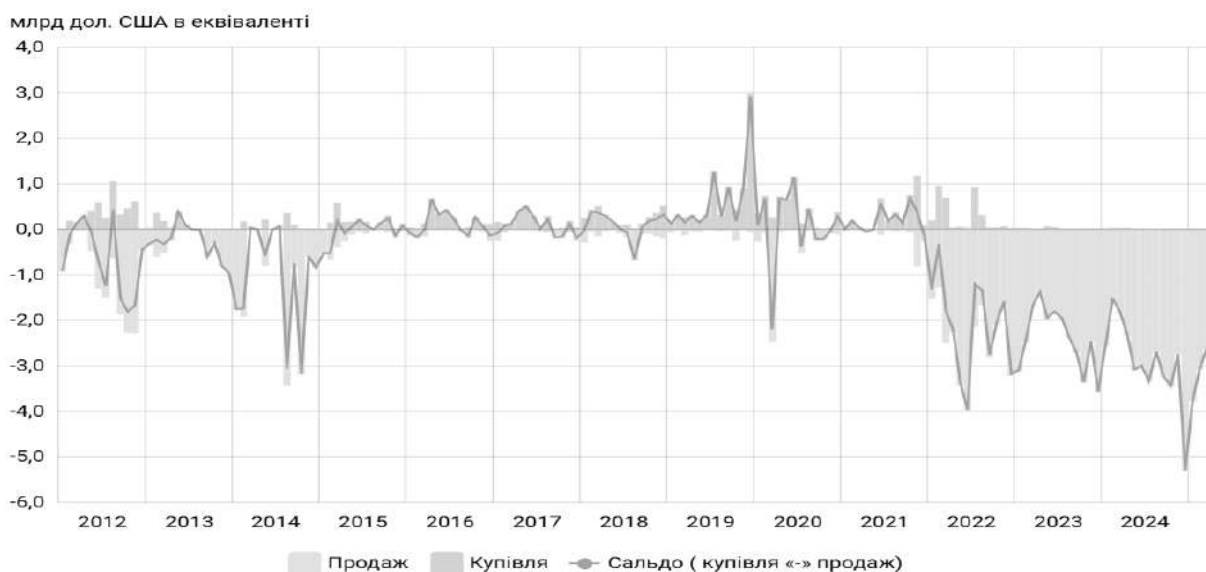


Рисунок 2.21 – Валютні інтервенції НБУ (\$ млрд), 2012–2025

Джерело: [53]

Канал очікувань зміцнився після переходу до інфляційного таргетування завдяки впровадженню регулярної комунікації: публікації інфляційних звітів, прогнозів, рішень монетарного комітету. НБУ послідовно демонстрував логіку рішень, що дозволяло ринку формувати обґрунтовані очікування. У 2018–2019 роках відбулося зближення очікуваної і фактичної інфляції, проте війна 2022 року знову підірвала довіру та прогнозованість. Попри це, стабілізація курсу та макрополітичні сигнали дозволили утримати очікування населення в межах 10–15% у 2023–2024 роках, із тенденцією до зниження. [53]

Кредитний канал в Україні є обмежено ефективним. Основними бар'єрами залишаються слабкий захист кредиторів, висока частка NPL, концентрація активів у держбанках та низька фінансова інклюзія. У 2016–2020 роках обсяг кредитування залишався майже незмінним, з незначним зростанням у сегменті споживчих кредитів. Із 2020 року ситуацію частково покращила програма «5-7-9%», проте загальний рівень кредитного проникнення залишався низьким. Війна 2022 року спричинила скорочення нових кредитів, особливо корпоративного сегменту.

Водночас частка кредитів у гривні зросла, що свідчить про деяку стабілізацію гривневої довіри. [54]

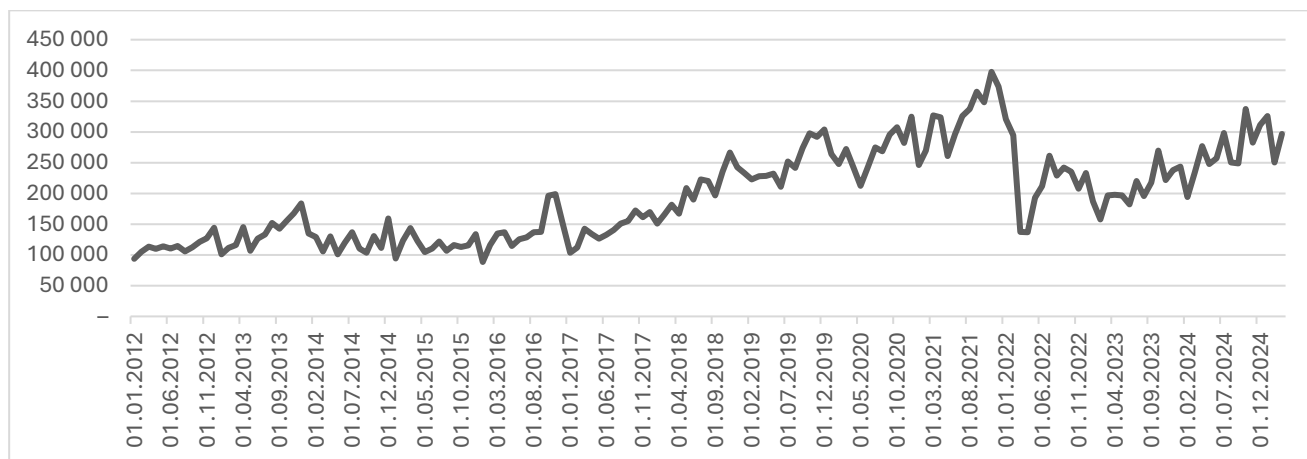


Рисунок 2.22 – Обсяг кредитування резидентів, млн грн (крім інших депозитних корпорацій)

Джерело: створено автором на основі [51]

Канал цін активів лише починає формуватись в Україні. Унаслідок нерозвиненості фондового ринку та слабкої культури інвестування, трансмісія через активи майже не працювала. Однак із запуском можливості купувати ОВДП фізичними особами, а також зміною податкового режиму для інвесторів, зростає роль державних паперів як інвестиційного інструмента. Станом на травень 2025р понад 90 млрд грн ОВДП знаходились у власності фізичних осіб. [55]

Отже, монетарна трансмісія в Україні демонструє поступовий розвиток і якісну еволюцію: від адміністративного контролю до ринково-орієнтованої системи в умовах інфляційного таргетування. Найефективнішими каналами залишаються валютний та процентний, хоча останній ще не повністю транслюється у ставки за кредитами через структуру ринку. Канал очікувань суттєво посилюється після 2016 року завдяки комунікаційній політиці НБУ, однак залишається чутливим до політичних та зовнішніх ризиків. Кредитний канал діє слабо, що обмежує потенціал монетарної політики у стимулюванні зростання.

Наразі на ефективність трансмісії значно впливає воєнна економіка: адміністративне втручання, фіскальне домінування, ризики дефолтів і потреба в зовнішньому фінансуванні. Проте фундаментальна зміна підходів НБУ — запровадження ІТ, незалежність, прозорість — заклала базу для формування повноцінної системи трансмісії в середньостроковій перспективі. Для її поглиблення необхідні подальша розбудова фінансових ринків, розвиток фондового сегмента, пенсійна реформа, удосконалення комунікацій з ринком і підвищення фінансової грамотності населення.

У другому розділі кваліфікаційної роботи було здійснено порівняльний аналіз застосування монетарних каналів у країнах з різним рівнем економічного розвитку — США, Євросоні та Україні. Проведене дослідження показало, що структура та ефективність трансмісійного механізму суттєво залежать від рівня інституційного розвитку, глибини фінансового ринку, ступеня незалежності центрального банку та специфіки економічних умов у кожній країні.

У США монетарна політика реалізується через розвинену та взаємопов'язану систему каналів, зокрема процентний, канал цін активів, кредитний, валютний та канал очікувань. Федеральна резервна система ефективно адаптує свій інструментарій до економічної динаміки, застосовуючи як традиційні (облікова ставка), так і нетрадиційні (кількісне пом'якшення, *forward guidance*) методи впливу.

У Євросоні трансмісійний механізм має складнішу структуру через інституційну неоднорідність країн-членів. Тут ключову роль відіграють процентний та кредитний канали, посилені нетрадиційними інструментами, зокрема програмами TLTRO, APP. ЄЦБ активно використовує канал очікувань для підвищення ефективності своєї політики в умовах низьких процентних ставок.

Україна, як країна з перехідною економікою, реалізує монетарну політику переважно через процентний та валютний канали. Ефективність трансмісії

залишається обмеженою через високий рівень доларизації, недовіру до банківської системи, низьку глибину фінансових ринків та залежність від зовнішніх шоків. Разом із тим, перехід до режиму інфляційного таргетування та посилення інституційної спроможності Національного банку України створюють підґрунтя для покращення ефективності монетарної трансмісії в майбутньому.

Загалом, результати аналізу свідчать про необхідність адаптації монетарної стратегії до структурних особливостей економіки, а також про важливість диверсифікації каналів трансмісії для забезпечення цінової стабільності та підтримки економічного зростання.

РОЗДІЛ 3

ПРАКТИЧНІ АСПЕКТИ ТА ЕФЕКТИ ДІЇ МОНЕТАРНИХ КАНАЛІВ В ЕКОНОМІЦІ

3.1 Емпірична оцінка ефективності монетарних каналів в Україні

Монетарна політика є ключовим інструментом державного регулювання економіки, а її ефективність значною мірою залежить від здатності центрального банку впливати на макроекономічні показники, зокрема рівень інфляції. Для країн з перехідною економікою, таких як Україна, особливо важливим є розуміння того, наскільки результативними є дії регулятора в умовах внутрішніх дисбалансів та зовнішньої вразливості. У цьому підрозділі представлено побудову та емпіричну перевірку економетричної моделі, що дозволяє оцінити роль основних монетарних змінних у формуванні індексу споживчих цін в Україні.

Об'єктом дослідження є інфляційні процеси в Україні в контексті функціонування монетарних каналів впливу, зокрема процентного, валютного курсу та обсягу грошової маси в економіці, що може виступати індикатором впливу також кредитного каналу та каналу активів. Проблема полягає у визначенні ефективності інструментів монетарної політики в умовах відкритої економіки, яка зазнає впливу внутрішніх і зовнішніх шоків. Мета дослідження полягає у виявленні статистично значущого впливу інструментів монетарної політики на інфляційний процес в Україні.

Висувається така основна гіпотеза: в українській економіці діють ключові монетарні канали, і їхній вплив є статистично значущим та економічно обґрунтованим. Зокрема:

- зростання грошової маси сприяє зростанню інфляції;

- підвищення облікової ставки знижує інфляцію;
- зростання обмінного курсу (девальвація) посилює інфляційний тиск;
- інфляційна динаміка має інерційний характер.

Для перевірки цієї гіпотези побудовано економетричну модель, де базовий ІСЦ виступає залежною змінною, а незалежними є: облікова ставка (відповідає процентному каналу), агрегат МЗ (кредитний канал та канал активів), а також зміна обмінного курсу (валютний канал). Крім того, до моделі включено лагову змінну $CPI(-1)$, що враховує інфляційну інерцію — явище збереження впливу минулого рівня цін на поточний. [28, 29, 30, 31]

Характеристика змінних та економічна логіка їх вибору:

- Залежна змінна: CPI — загальний індекс споживчих цін, взятий із офіційних даних Міністерства фінансів України. Цей індекс є базовим макроекономічним показником, що відображає середній рівень цін на товари та послуги в споживчому кошику домогосподарств..
- Незалежні змінні:
 - $M3(-3)$ — темп приросту грошової маси агрегату МЗ з лагом у три місяці. Грошова маса виступає індикатором обсягу ліквідності в економіці, що безпосередньо впливає на сукупний попит. Вплив із лагом зумовлений часовою затримкою між грошовим розширенням та зростанням цін.
 - $RATE(-6)$ — облікова ставка НБУ з лагом у шість місяців. Облікова ставка є ключовим інструментом процентного каналу: її зміна транслюється на кредитні ставки, вартість запозичень, інвестиційний попит. Лаг відображає часову інерцію між зміною ставки та її ефектом на ціновий рівень.
 - $EXCH(-1)$ — темп приросту обмінного курсу гривні до СПР з лагом у один місяць. девальвація гривні (зростання $EXCH$) здорожчує імпорт

і швидко передається на споживчі ціни через імпортований компонент.

- $CPI(-1)$ — інфляція попереднього місяця. Врахування цієї змінної дозволяє контролювати автокореляцію та відобразити інерційний характер цінової динаміки в Україні.

Модель оцінювалась методом найменших квадратів (OLS) у програмі EViews, період спостережень: липень 2015 – лютий 2025 рр. (116 спостережень після лагів). Специфікація моделі має вигляд:

$$CPI_t = C + \beta_1 MZ_{t-3} + \beta_2 RATE_{t-6} + \beta_3 EXCH_{t-1} + \beta_4 CPI_{t-1} + \varepsilon_t, (3.1)$$

де

CPI_t – загальний ІСЦ на поточний місяць відносно попереднього;

C – константа;

β_i – оцінені коефіцієнти еластичності, що показують силу впливу відповідної незалежної змінної на індекс споживчих цін;

MZ_{t-3} - грошова маса (агрегат М3) з лагом 3 періоди;

$RATE_{t-6}$ - облікова ставка з лагом 6 періодів;

$EXCH_{t-1}$ - валютний курс з лагом 1 період;

ε_t - залишки.

Результати оцінки подані на рисунку 3.1

Dependent Variable: CPI Method: Least Squares Date: 04/24/25 Time: 21:32 Sample (adjusted): 2015M07 2025M02 Included observations: 116 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	66.26302	8.646780	7.663317	0.0000
M3(-3)	0.107551	0.041263	2.606495	0.0104
RATE(-6)	-0.025450	0.012824	-1.984604	0.0497
EXCH(-1)	0.047616	0.023207	2.051827	0.0425
CPI(-1)	0.345511	0.085208	4.054916	0.0001
R-squared	0.251134	Mean dependent var	100.8345	
Adjusted R-squared	0.224147	S.D. dependent var	0.965771	
S.E. of regression	0.850675	Akaike info criterion	2.556574	
Sum squared resid	80.32497	Schwarz criterion	2.675263	
Log likelihood	-143.2813	Hannan-Quinn criter.	2.604755	
F-statistic	9.306006	Durbin-Watson stat	2.093878	
Prob(F-statistic)	0.000002			

Рисунок 3.1. Рівняння оцінки впливу монетарних змінних на інфляцію в Україні

Оцінене рівняння має наступний вигляд:

$$CPI_t = 66.263 + 0.108 * M3_{t-3} - 0.025 * RATE_{t-6} + 0.048 * EXCH_{t-1} + 0.346 * CPI_{t-1} \quad (3.2)$$

Інтерпретація результатів:

- M3(-3): Збільшення грошової маси на 1% через три місяці призводить до зростання CPI на 0.11 пунктів. Це підтверджує вплив обсягу ліквідності на інфляцію.

- RATE(-6): Підвищення облікової ставки на 1 п.п. через 6 місяців знижує CPI на 0.025 пунктів. Вплив слабкий, але статистично значущий — свідчення обмеженої, але присутньої сили процентного каналу.

- $EXCH(-1)$: Девальвація на 1% зумовлює підвищення інфляції на 0.048 пунктів. вже наступного місяця. Це свідчить про сильну чутливість цін до валютного чинника.

- $CPI(-1)$: Висока статистична значущість лагованого ІСЦ свідчить про інерційність інфляційного процесу.

Для перевірки наявності мультиколінеарності було розраховано індекси варіаційної інфляції (VIF). Усі значення VIF для незалежних змінних є меншими за 2, що свідчить про її відсутність.

Залишки моделі протестовано на автокореляцію за допомогою статистики Дарбіна-Вотсона ($DW = 2.09$), що підтверджує її відсутність. Тест на гетероскедастичність (тест Бреуша-Пагана) не виявив систематичних змін дисперсії залишків. Хоча тест Жака-Бера вказує на відхилення залишків від нормального розподілу, це не суттєво впливає на оцінки коефіцієнтів, оскільки за достатнього обсягу вибірки ($n = 116$) оцінки МНК залишаються незміщеними, ефективними та консистентними згідно з теоремою Гаусса-Маркова.

Емпіричне дослідження дозволило кількісно оцінити дієвість ключових монетарних каналів трансмісії в Україні за допомогою побудови моделі, де залежною змінною є загальний індекс споживчих цін (CPI). Отримані результати свідчать про наявність стабільного зв'язку між інструментами монетарної політики та інфляційною динамікою, що дає підстави для низки висновків.

По-перше, встановлено позитивний статистично значущий вплив приросту грошової маси агрегату М3 (з лагом у три місяці) на рівень інфляції. Це свідчить про ефективність кредитного каналу та каналу активів: збільшення пропозиції грошей супроводжується посиленням сукупного попиту, що зрештою призводить до зростання споживчих цін. З огляду на використання саме загального ІСЦ, такий ефект є логічним, оскільки інфляція в Україні має суттєвий попитово-зумовлений

компонент, зокрема через вплив заробітних плат, соціальних трансфертів та банківського кредитування.

По-друге, коефіцієнт при обліковій ставці (з лагом у шість місяців) є негативним і статистично значущим, що свідчить про наявність та функціонування процентного каналу. Підвищення облікової ставки стримує інфляцію, обмежуючи доступ до кредитів і знижуючи активність приватного сектору. Водночас величина ефекту є порівняно невеликою, що вказує на часткову трансмісію процентного сигналу в умовах неповної монетарної трансмісії, високого рівня готівкових розрахунків та обмеженої ролі банківського кредиту в структурі фінансування домогосподарств і бізнесу.

По-третє, валютний канал демонструє чутливість споживчих цін до зміни обмінного курсу вже з лагом у один місяць. Девальвація гривні має виражений інфляційний ефект, зумовлений зростанням вартості імпортованих товарів та послуг. Враховуючи вагому частку імпорту в споживчому кошику, це свідчить про швидку та пряму трансмісію валютного шоку до загального рівня цін. Таким чином, валютний канал є одним із найоперативніших і найбільш впливових у короткостроковій перспективі.

По-четверте, висока статистична значущість лагової змінної $CPI(-1)$ вказує на інерційність інфляції — її поточні значення істотно залежать від динаміки в попередньому періоді. Така особливість ускладнює стабілізаційні заходи, адже підвищена інфляція має властивість закріплюватися в очікуваннях економічних агентів, що вимагає не лише інструментального впливу, а й ефективної комунікаційної політики з боку регулятора.

З прикладної точки зору, результати дослідження мають важливе значення для побудови ефективної монетарної політики в Україні. Монетарні інструменти дійсно впливають на інфляцію, але з різною інтенсивністю та часовими лагами. Це слід враховувати при формуванні прогнозних моделей НБУ та виборі політики на

коротко- і середньострокову перспективу. Найшвидший ефект має валютний канал, що потребує зваженого підходу до курсової політики та згладжування валютних шоків для стабілізації цін. Інерційний характер CPI вимагає постійного контролю за інфляційними очікуваннями, посилення аналітики та проактивної комунікації щодо цілей та інструментів монетарної політики.

Таким чином, результати емпіричного моделювання не лише підтвердили гіпотезу про ефективність основних монетарних каналів, але й окреслили їх часову структуру впливу та практичні обмеження в реаліях української економіки. Це створює підґрунтя для подальших досліджень, які могли б включати оцінку асиметричності каналів у фазах економічного підйому та спаду, впливу зовнішніх шоків, а також взаємодію монетарної та фіскальної політики.

3.2 Емпірична оцінка ефективності монетарних каналів в Єврозоні

Для забезпечення порівняльного аналізу ефективності монетарних каналів у різних країнах і регіонах доцільно оцінити модель інфляції для Єврозони. Як інтегроване валютне утворення, Єврозона має спільну монетарну політику, реалізовану Європейським центральним банком (ЄЦБ), що дозволяє оцінити трансмісійні механізми в умовах стабільнішої макроекономічної політики. Цей підрозділ присвячено побудові та аналізу моделі базової інфляції для Єврозони за аналогічною методологією до попереднього підрозділу.

Було побудовано багатофакторну економетричну модель, де гармонізований індекс споживчих цін (CPI) виступає залежною змінною. До складу регресорів увійшли темп приросту грошової маси M3 (з лагом в один місяць), зміна облікової ставки ЄЦБ (також із лагом в один місяць), зміна курсу євро до СПР без лагу, а також базовий індекс споживчих цін із лагами першого та другого порядку

для врахування інерційності інфляційного процесу. Логіка дії змінних така ж як у попередньому параграфі. [24, 25, 26 27]

Модель було оцінено методом найменших квадратів на вибірці щомісячних даних за період з березня 2005 року по лютий 2025 року, що охоплює 240 спостережень після коригування на лаги. Для коректного врахування можливої гетероскедастичності та автокореляції залишків були використані робастні стандартні помилки за методом Ньюї-Веста (з фіксованим вікном згладжування).

Результати оцінки подані на рисунку 3.2

Dependent Variable: CPI Method: Least Squares Date: 04/29/25 Time: 01:41 Sample (adjusted): 2005M03 2025M02 Included observations: 240 after adjustments HAC standard errors & covariance (Bartlett kernel, Newey-West fixed bandwidth = 5.0000)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.147592	0.515049	0.286560	0.7747
M3(-1)	0.018340	0.007864	2.332064	0.0205
RATE(-1)	-0.044512	0.022164	-2.008290	0.0458
EXCH	-0.134678	0.426298	-0.315925	0.7523
CPI(-1)	1.222318	0.068866	17.74911	0.0000
CPI(-2)	-0.230315	0.066878	-3.443820	0.0007
R-squared	0.972631	Mean dependent var	2.142083	
Adjusted R-squared	0.972047	S.D. dependent var	2.034457	
S.E. of regression	0.340147	Akaike info criterion	0.705802	
Sum squared resid	27.07373	Schwarz criterion	0.792818	
Log likelihood	-78.69626	Hannan-Quinn criter.	0.740863	
F-statistic	1663.187	Durbin-Watson stat	2.053965	
Prob(F-statistic)	0.000000	Wald F-statistic	588.7282	
Prob(Wald F-statistic)	0.000000			

Рисунок 3.2. Рівняння оцінки впливу монетарних змінних на інфляцію в євроні

Оцінене рівняння має наступний вигляд:

$$CPI_t = 0.148 + 0.018 * M3_{t-3} - 0.045 * RATE_{t-6} - 0.135 * EXCH_{t-1} + 1.222 * CPI_{t-1} - 0.23 * CPI_{t-2} \quad (3.3)$$

Коефіцієнт детермінації моделі (R^2) становить 0,9726, а скориговане значення R^2 — 0,9720, що свідчить про високу пояснювальну здатність моделі.

Середньоквадратична помилка регресії дорівнює 0,3401. Статистика Фішера (F-statistic = 1663,19, p-value = 0,0000) підтверджує загальну значущість моделі.

Оцінка коефіцієнтів показала, що темп приросту агрегату МЗ з лагом у один місяць чинить позитивний і статистично значущий вплив на базовий індекс споживчих цін (p-value = 0,0205). Це свідчить про те, що збільшення грошової маси сприяє підвищенню інфляційного тиску в Єврозоні, що відповідає класичним уявленням про монетарні фактори інфляції.

Значущим виявився також коефіцієнт при зміні облікової ставки ЄЦБ з лагом у один місяць: негативний знак (-0,0445) і рівень значущості 0,0458 свідчать про ефективну дію процентного каналу — підвищення ставки зменшує інфляційний тиск.

На відміну від грошових змінних, зміна валютного курсу євро до СПР виявилася статистично незначущою (p-value = 0,7523), що вказує на низьку валютну пасивацію цін в Єврозоні. Це підтверджує високу стабільність внутрішніх цін незалежно від коливань валютного курсу.

Інерційність інфляційного процесу в Єврозоні виявилася дуже високою: коефіцієнт при першому лагу CPI дорівнює 1,2223 і є надзвичайно статистично значущим. Наявність також значущого другого лага CPI з негативним коефіцієнтом (-0,2303) вказує на певну коригуючу динаміку інфляційних процесів у середньостроковій перспективі.

Тест Бреуша-Годфрі для автокореляції залишків показав відсутність проблем із серійною залежністю на рівні 5%, а значення статистики Дарбіна-Ватсона (2,05) близьке до ідеального, що додатково підтверджує надійність моделі.

Таким чином, модель інфляційного процесу в Єврозоні підтвердила ефективність монетарних каналів трансмісії в розвиненій економіці, де ключову роль відіграють процентний та грошовий канали, тоді як валютний канал є менш

значущим. Висока інерційність інфляції вимагає пильної уваги до управління інфляційними очікуваннями, що є важливим завданням монетарної політики ЄЦБ.

Загалом, проведене економетричне моделювання інфляційного процесу в Україні та Євросоні дозволило виявити важливі особливості функціонування монетарних каналів у різних економічних системах, які суттєво відрізняються за рівнем розвитку, структурою фінансових ринків та стабільністю макроекономічного середовища.

В Україні результати моделі свідчать про високу інерційність базової інфляції та вагомий, хоча і неоднорідний, вплив монетарних чинників. Позитивний і статистично значущий ефект грошової маси МЗ підтверджує дієвість кредитного каналу та активів у формуванні інфляційного тиску. Водночас негативний вплив облікової ставки НБУ на базову інфляцію, хоч і статистично значущий, є відносно слабким за масштабом, що може вказувати на обмежену ефективність процентного каналу через високу доларизацію економіки та недостатню довіру до банківської системи. Темп зміни обмінного курсу гривні до СПР виявився важливим чинником інфляційної динаміки, що свідчить про високу чутливість цін до валютних шоків, характерну для малих відкритих економік із суттєвою часткою імпорту в споживчому кошику. Діагностика моделі виявила наявність автокореляції залишків, що потребує обережності при інтерпретації результатів, однак застосування робастних стандартних помилок дозволяє зберігати загальну надійність висновків.

Для Євросоні результати моделювання демонструють дещо іншу картину взаємодії монетарної політики з інфляційними процесами. Грошова маса МЗ та ключова облікова ставка ЄЦБ мають очікувано значущий вплив на рівень інфляції, що свідчить про добре функціонуючий монетарний трансмісійний механізм у регіоні. Натомість зміна курсу євро до СПР не має статистично значущого ефекту на інфляцію, що свідчить про слабку валютну пасивацію цін та високу внутрішню

стабільність. Висока інерційність інфляції у Єврозоні відображає стійкість інфляційних очікувань і домінування внутрішніх чинників у ціновій динаміці.

Порівняльний аналіз результатів дозволяє зробити кілька узагальнень. У розвинених економіках із високим рівнем довіри до центрального банку процентний канал трансмісії є ефективним інструментом контролю інфляції, тоді як у країнах із низькою глибиною фінансових ринків та структурними дисбалансами його ефективність зменшується. Валютний канал є значущим для економік із нестабільною національною валютою, тоді як у великих валютних союзах, таких як Єврозона, його вплив на внутрішні ціни мінімізується. Водночас високий рівень інерційності інфляції залишається характерним як для України, так і для Єврозони, що обумовлює важливість стабілізації інфляційних очікувань як одного з ключових завдань монетарної політики.

Таким чином, результати моделювання підкреслюють необхідність адаптації монетарної політики до специфічних особливостей кожної економіки, з урахуванням структури фінансових ринків, рівня їх відкритості та макроекономічної стабільності для забезпечення ефективного контролю над інфляційними процесами.

Практична значущість одержаних у ході дослідження результатів полягає у можливості їх використання при вдосконаленні монетарної політики Національного банку України, зокрема у сфері управління інфляційними очікуваннями та вибору пріоритетних каналів впливу в умовах високої невизначеності. Проведений економетричний аналіз дозволяє кількісно оцінити ефективність процентного, курсового та грошового каналів, що є підґрунтям для коригування трансмісійного механізму відповідно до стратегічних цілей центрального банку.

Результати можуть бути використані:

- при розробці прогнозних моделей інфляції;

- для визначення часових лагів реакції економіки на зміни ключової процентної ставки;
- у процесі розробки монетарних сценаріїв в антикризовому плануванні;
- для підвищення прозорості комунікаційної політики НБУ з ринками, через чітке пояснення механізмів впливу інструментів на цільові показники.

З урахуванням післявоєнної відбудови та необхідності макрофінансової стабілізації, удосконалення трансмісійного механізму є критично важливим для ефективного виконання мандату центрального банку.

Перспективи подальших досліджень полягають у:

- розширенні економетричних моделей на основі панельних даних для груп країн з подібним рівнем розвитку;
- глибшому аналізі взаємодії між монетарною та фіскальною політикою;
- включенні нетрадиційних каналів, таких як інформаційний та психологічний, до моделі трансмісії;
- аналізі ефектів гібридних шоків, зумовлених комбінацією зовнішніх і внутрішніх дестабілізуючих факторів
- побудові прогнозних моделей з урахуванням сценарного моделювання змін зовнішньоекономічного середовища.

ВИСНОВКИ

У процесі виконання кваліфікаційної роботи на тему «Монетарні канали впливу на економіку: особливості та ефекти застосування в різних країнах та регіонах» було досягнуто мети дослідження — комплексного аналізу механізмів дії монетарних каналів у країнах із різним рівнем економічного розвитку та формулювання обґрунтованих рекомендацій щодо їх удосконалення в Україні.

Дослідження доводить, що монетарна політика, як важливий інструмент макроекономічного регулювання, реалізується через низку трансмісійних каналів, які опосередковують вплив рішень центрального банку на економічну активність. Теоретичний аналіз дозволив виокремити ключові канали — процентний, валютний, кредитний, канал активів та канал очікувань. У роботі обґрунтовано, що ефективність кожного з каналів суттєво залежить від рівня фінансового розвитку, глибини ринкової інфраструктури, прозорості комунікації монетарної влади та загальної макроекономічної стабільності. У країнах із високим рівнем довіри до центрального банку та зрілими фінансовими ринками трансмісійний механізм працює швидше та ефективніше, тоді як у країнах з трансформаційною економікою (як Україна) спостерігаються значні часові лаги, послаблені реакції економічних суб'єктів на сигнали монетарної політики та вразливість до зовнішніх шоків.

Порівняльний аналіз монетарної політики в США, Євросоні та Україні продемонстрував, що в розвинених економіках центральні банки мають у своєму розпорядженні широкий арсенал інструментів і чітко вибудовану стратегію, що дозволяє точно управляти інфляційними очікуваннями та підтримувати макроекономічну стабільність. Наприклад, Федеральна резервна система США активно використовує канал очікувань і канал активів, застосовуючи операції кількісного пом'якшення, які впливають на довгострокові ставки та стимулюють

економічну активність. Європейський центральний банк також зосереджується на процентному каналі та операціях відкритого ринку, демонструючи гнучкість та скоординованість дій. Натомість в Україні ефективність каналів істотно нижча: слабка реакція інфляції на зміну облікової ставки, низька прогнозованість курсу, недостатній розвиток ринку цінних паперів та слабкий інвестиційний імпульс свідчать про те, що трансмісійний механізм у вітчизняній економіці має фрагментований характер.

Емпіричне моделювання, проведене в роботі, дало змогу кількісно оцінити ефективність окремих каналів трансмісії монетарної політики. Для України виявлено відносну слабкість процентного каналу — зміна облікової ставки не має миттєвого або стійкого впливу на інфляцію в короткостроковому періоді. Натомість валютний канал демонструє вищу чутливість, особливо в частині імпортованої інфляції, що зумовлено високою відкритістю економіки та значною часткою імпортованих товарів у споживчому кошику. Для Єврозони результати засвідчили вищу ефективність усіх основних каналів, що відображає стабільну фінансову інфраструктуру та довіру до регулятора.

Практична значущість дослідження полягає в тому, що отримані результати можуть бути використані для вдосконалення монетарної політики в Україні. Передусім ідеться про потребу посилення каналу очікувань через розвиток комунікаційної стратегії НБУ, розбудову ринку капіталу як основи для активації каналу активів, а також формування інституційної довіри до незалежності та професійності грошово-кредитного регулювання. Крім того, враховуючи відносну силу валютного каналу, доцільно підвищити прогнозованість валютної політики та посилити інструменти хеджування валютних ризиків.

Таким чином, забезпечення ефективної монетарної трансмісії в Україні потребує не лише технічного вдосконалення інструментів політики, а передусім зміцнення інституційних передумов її реалізації. Успішне впровадження таких змін

здатне підвищити ефективність реагування економіки на дії центрального банку, сприяти ціновій стабільності та створити передумови для сталого економічного зростання.

Перспективи подальших досліджень полягають у розширенні кількісної оцінки ефективності монетарних каналів за допомогою панельних моделей, моделюванні взаємодії монетарної та фіскальної політик, а також аналізі поведінкових аспектів трансмісії через інформаційний канал.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Глущенко С. В. Монетарна політика: теоретико-методологічні аспекти : підруч. для студ. вищ. навч. закл. / С. В. Глущенко. - К. : НаУКМА, 2017.-64 с. ISMN 978-966-2410-83-9.
2. Zholud, O., Lepushynskiy, V., Nikolaychuk, S. (2019). The Effectiveness of the Monetary Transmission Mechanism in Ukraine since the Transition to Inflation Targeting. *Visnyk of the National Bank of Ukraine*, 247, 19-37. <https://doi.org/10.26531/vnbu2019.247.02>
3. Team T. I. Monetary Policy Meaning, Types, and Tools. Investopedia. URL: <https://www.investopedia.com/terms/m/monetarypolicy.asp> .
4. Beyer, Andreas & Nicoletti, Giulio & Papadopoulou, Niki & Papsdorf, Patrick & Rünstler, Gerhard & Schwarz, Claudia & Sousa, João & Vergote, Olivier, 2017. "The transmission channels of monetary, macro- and microprudential policies and their interrelations," Occasional Paper Series 191, European Central Bank. <https://ideas.repec.org/p/ecb/ecbops/2017191.html>
5. The transmission of monetary policy. European Central Bank. URL: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2022/html/ecb.sp221011~5062b44330.en.html> .
6. Monetary policy: what are its goals? How does it work?. Federal Reserve Board - Home. URL: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/monetary-policy-what-are-its-goals-how-does-it-work.htm> .
7. [MC Compendium Monetary policy frameworks and central bank market operations](#). Bank for International Settlements. October 2019. ISBN 978-92-9259-298-1.
8. Monetary Policies. *National Bank of Ethiopia*. URL: <https://nbe.gov.et/monetary-policies/>.

9. Сегеда, Л. М. Монетарна політика та грошово-кредитне регулювання: сутнісна характеристика та теоретичне розмежування [Текст] / Л. М Сегеда // Фінансова система України. Збірник наукових праць. – Острог: Видавництво Національного університету «Острозька академія», 2011. Випуск 16.- С.402-409. <http://dspace.tneu.edu.ua/handle/316497/26658>
10. Козакова, О. М. Макроекономіка : підручник / О. М. Козакова, Е. М. Забарна / Одес. нац. політехн. ун-т. – Херсон : Олді-плюс, 2018. – 428 с. <http://dspace.opu.ua/jspui/handle/123456789/9133>
- 11.Макроекономіка : підручник / О.М. Козакова, Е.М. Забарна. – Херсон : Олді-плюс, 2018. – [428 с.](#)
- 12.Shevchuk, V. (2017). The impact of anticipated and unanticipated exchange rate variability in Ukraine. *Visnyk of the National Bank of Ukraine*, 241, 34-47. <https://doi.org/10.26531/vnbu2017.241.033>
- 13.Faryna, O. (2016). Nonlinear exchange rate pass-through to domestic prices in Ukraine. *Visnyk of the National Bank of Ukraine*, 236, 30-42. <https://doi.org/10.26531/vnbu2016.236.030>
- 14.Aastveit K., Natvik G., Sola S. (2017), Economic uncertainty and the influence of monetary policy, *Journal of International Money and Finance*, 76, 50–67.
- 15.Mishkin, F. S. (1995). Symposium on the monetary transmission mechanism. *The Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 3-10. <https://doi.org/10.1257/jep.9.4.3>
16. The transmission of monetary policy. European Central Bank. URL: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2022/html/ecb.sp221011~5062b44330.en.html>.
- 17.Frederic S. Mishkin, 2001. "The Transmission Mechanism and the Role of Asset Prices in Monetary Policy," NBER Working Papers 8617, National Bureau of Economic Research, Inc.

18. Monetary Policy. *Federal Reserve Board - Home.*
URL: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy.htm>.
19. Monetary policy strategy. *European Central Bank.*
URL: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/strategy/html/index.en.html>.
20. Monetary Policy : 日本銀行 Bank of Japan. *Bank of Japan.*
URL: <https://www.boj.or.jp/en/mopo/index.htm>.
21. *Reserve Bank of India.* URL: <http://www.rbi.org.in/>.
22. Monetary Policy. *Central Bank of Nigeria.* URL:
<https://www.cbn.gov.ng/MonetaryPolicy/>.
23. Monetary Policy. *Banco Central do Brasil.*
URL: <https://www.bcb.gov.br/en/monetarypolicy>.
24. HICP - Overall index, Euro area 19 (fixed composition), Monthly. *Homepage / ECB Data Portal.*
URL: <https://data.ecb.europa.eu/data/datasets/ICP/ICP.M.I8.N.000000.4.ANR> .
25. Exchange Rates (ER). *IMF Data.*
URL: <https://data.imf.org/en/datasets/IMF.STA:ER>.
26. Official interest rates. *European Central Bank.*
URL: https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html.
27. Monetary aggregate M3. *ECB Data Portal.*
URL: <https://data.ecb.europa.eu/data/datasets/BSI/BSI.M.U2.Y.V.M30.X.I.U2.2300.Z01.V>.
28. Індекс інфляції (2000-2025). *Мінфін.*
URL: <https://index.minfin.com.ua/ua/economy/index/inflation/>.
29. Офіційний курс гривні щодо іноземних валют. *Національний банк України.*
URL: [https://bank.gov.ua/ua/markets/exchangerate-chart?cn\[\]=XDR&startDate=01.01.2015&endDate=31.03.2025](https://bank.gov.ua/ua/markets/exchangerate-chart?cn[]=XDR&startDate=01.01.2015&endDate=31.03.2025).

30. Облікова ставка Національного банку. *Національний банк України*.
URL: <https://bank.gov.ua/ua/monetary/archive-rish>.
31. Грошовий агрегат М3. *Національний банк України*.
URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sdds>.
32. Current US Inflation Rates: 2000-2025. *US Inflation Calculator | Easily calculate how the buying power of the U.S. dollar has changed from 1913 to 2023. Get inflation rates and U.S. inflation news*. URL: <https://www.usinflationcalculator.com/inflation/current-inflation-rates/>.
33. Federal Funds Effective Rate. *Federal Reserve Economic Data | FRED | St. Louis Fed*. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/FEDFUNDS>.
34. Unemployment Rate. *Federal Reserve Economic Data | FRED | St. Louis Fed*. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/UNRATE>.
35. S&P CoreLogic Case-Shiller U.S. National Home Price Index. *Federal Reserve Economic Data | FRED | St. Louis Fed*. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/CSUSHPINSA>.
36. S&P 500 Index - 90 Year Historical Chart. *Macrotrends | The Long Term Perspective on Markets*. URL: <https://www.macrotrends.net/2324/sp-500-historical-chart-data>.
37. Assets: Total Assets: Total Assets (Less Eliminations from Consolidation): Wednesday Level. *Federal Reserve Economic Data | FRED | St. Louis Fed*. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/WALCL>.
38. Commercial and Industrial Loans, All Commercial Banks. *Federal Reserve Economic Data | FRED | St. Louis Fed*. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/BUSLOANS>.
39. Household Debt Service Payments as a Percent of Disposable Personal Income. *Federal Reserve Economic Data | FRED | St. Louis Fed*. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/TDSP>.

40. 5-Year Breakeven Inflation Rate. *Federal Reserve Economic Data | FRED | St. Louis Fed.* URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/T5YIE>.
41. University of Michigan: Consumer Sentiment. *Federal Reserve Economic Data | FRED | St. Louis Fed.* URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/UMCSENT>.
42. Nominal Broad U.S. Dollar Index. *Federal Reserve Economic Data | FRED | St. Louis Fed.* URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/DTWEXBGS>.
43. Trade Balance: Goods and Services, Balance of Payments Basis. *Federal Reserve Economic Data | FRED | St. Louis Fed.* URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/BOPGSTB>.
44. Loans to euro area non-financial corporations | ECB Data Portal. *Homepage | ECB Data Portal.* URL: <https://data.ecb.europa.eu/publications/financial-markets-and-interest-rates/3030664>.
45. Longer-term refinancing operations - Eurosystem, Euro area (changing composition), Weekly. *ECB Data Portal.* URL: <https://data.ecb.europa.eu/data/datasets/ILM/ILM.W.U2.C.A050200.U2.EUR>.
46. Yield curve spot rate, 10-year maturity - Government bond, nominal, all issuers whose rating is triple A - Euro area (changing composition), Euro area (changing composition), Daily - businessweek. *ECB Data Portal.* URL: https://data.ecb.europa.eu/data/datasets/YC/YC.B.U2.EUR.4F.G_N_A.SV_C_YM.SR_10Y.
47. EURO STOXX 50 Equity Index - Historical close, average of observations through period, Euro area (changing composition), Monthly. *ECB Data Portal.* URL: <https://data.ecb.europa.eu/data/datasets/FM/FM.M.U2.EUR.DS.EI.DJES50.IHSTA>.
48. Euro area - HICP Inflation - Average of Point forecasts - Target period ends 12 months after survey cycle begins, Euro area (changing composition), Monthly. *ECB Data Portal.*

URL: <https://data.ecb.europa.eu/data/datasets/SPF/SPF.M.U2.HICP.POINT.P12.M.Q.AVG>.

49. Exports of goods and services (% of GDP) - European Union. *World Bank Open Data*.

URL: <https://data.worldbank.org/indicator/NE.EXP.GNFS.ZS?end=2023&locations=EU&start=1970&view=chart>.

50. Data Explorer. *IMF Data Home*. URL: [https://data.imf.org/en/Data-Explorer?datasetUrn=IMF.STA:ER\(4.0.1\)](https://data.imf.org/en/Data-Explorer?datasetUrn=IMF.STA:ER(4.0.1)).

51. Статистика фінансового сектору. *Національний банк України*. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial>.

52. Валютні інтервенції НБУ. *Національний банк України*. URL: <https://bank.gov.ua/ua/markets/currency-interventions?startDate=01.02.2012&endDate=30.06.2025>.

53. Національний банк України. Інфляційний звіт, січень 2025 року. *Національний банк України*. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/inflyatsiyniy-zvit-sichen-2025-roku>.

54. Національний банк України. Огляд банківського сектору, лютий 2025 року. *Національний банк України*. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/oglyad-bankivskogo-sektoru-lyutiy-2025-roku>.

55. Ринок капіталів. *Національний банк України*. URL: <https://bank.gov.ua/ua/markets/ovdp>.