

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

Кваліфікаційна робота
на тему: **«РОЛЬ ЦЕНТРАЛЬНИХ БАНКІВ В УМОВАХ ЕКОНОМІЧНИХ
КРИЗ»**

Спеціальності:

072 Фінанси, банківська справа та страхування

Царук Софія Володимирівна

Керівник: канд. економ. наук, доцент Слав'юк
Наталія Ростиславівна

Рецензент: д.е.н, професор Шкварчук Л.О.

Кваліфікаційна робота захищена з оцінкою

«_____»

Секретар ЕК _____ Антонова Є.І.

«___» _____ 2026 р.

Київ 2026

ЗМІСТ

РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ РОЛІ ЦЕНТРАЛЬНИХ БАНКІВ ПІД ЧАС ЕКОНОМІЧНИХ КРИЗ	4
1.1. Історія виникнення центральних банків	4
1.2. Роль центральних банків в економічній системі.....	12
1.3. Використання інструментів центрального банку під час криз	20
Висновки до Розділу 1.....	26
РОЗДІЛ 2. ПРАКТИЧНИЙ АНАЛІЗ ПОЛІТИКИ ЦЕНТРАЛЬНИХ БАНКІВ ПІД ЧАС ЕКОНОМІЧНИХ КРИЗ	28
2.1. Досвід Польщі у подоланні наслідків світової фінансової кризи 2008-2009 років	28
2.2. Туреччина 2018-2023: як ЦБ намагався подолати валютну та інфляційну кризу 35	
2.3. Південна Корея 1997-1998: від валютної кризи до інституційної трансформації Банку Кореї.....	48
2.4. Національний банк України в умовах повномасштабного вторгнення: монетарна стратегія стабілізації.....	55
Висновки до Розділу 2.....	65
РОЗДІЛ 3. МОДЕЛЮВАННЯ ІНФЛЯЦІЙНИХ РИЗИКІВ ТА РЕКОМЕНДАЦІЇ ЩОДО МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ НБУ	68
3.1. Probit-модель раннього попередження інфляційних криз в Україні .68	
3.2. Рекомендації щодо монетарної політики НБУ на основі порівняльного аналізу.....	83
Висновки до Розділу 3.....	86
ВИСНОВКИ.....	89
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ:.....	92

ВСТУП

Актуальність теми. Фінансові кризи є невід'ємною складовою розвитку ринкових економік. Вони супроводжуються різким знеціненням національних валют, прискоренням інфляції, впливом капіталу та дестабілізацією банківського сектору. Саме в таких умовах центральний банк перетворюється на ключовий інститут макроекономічної стабілізації. Від обраної ним монетарної стратегії залежить глибина рецесії, тривалість відновлення та стійкість фінансової системи. Водночас досвід різних країн свідчить про принципово відмінні результати антикризових дій центральних банків, залежно від рівня їхньої інституційної незалежності, обраного монетарного режиму та послідовності реалізації політики. Актуальність дослідження визначається необхідністю систематизації цього досвіду та його застосування до аналізу діяльності Національного банку України в умовах повномасштабного вторгнення.

Метою роботи є порівняльний аналіз антикризової монетарної політики центральних банків на прикладі трьох країн – Польщі, Туреччини та Південної Кореї – та аналіз політики Національного банку України на основі побудованої Probit-моделі раннього попередження інфляційних криз.

Основними завданнями роботи є:

- розкрити теоретичні засади антикризової ролі центрального банку та механізми монетарної трансмісії;
- проаналізувати антикризову монетарну політику центральних банків Польщі, Туреччини та Республіки Корея;
- дослідити монетарну стратегію НБУ в умовах повномасштабного вторгнення 2022-2025 років;
- побудувати Probit-модель раннього попередження інфляційних криз для України та інтерпретувати її результати;
- сформулювати рекомендації щодо монетарної політики НБУ на основі порівняльного аналізу міжнародного досвіду.

Об'єктом дослідження є антикризова монетарна політика центральних банків в умовах валютних, інфляційних та воєнно-економічних криз.

Предметом дослідження є інструменти, механізми та інституційні умови реалізації монетарної політики центральних банків під час економічних криз, а також їх вплив на цінову та фінансову стабільність.

Структура роботи передбачає послідовний виклад матеріалу та складається зі вступу, трьох розділів, висновків і списку використаних джерел. У першому розділі здійснено теоретичний аналіз ролі центрального банку в економічній системі та механізмів його антикризових дій. Другий розділ присвячено порівняльному аналізу практики центральних банків Польщі, Туреччини, Республіки Корея та України. У третьому розділі побудовано Probit-модель раннього попередження інфляційних криз та сформульовано рекомендації для вдосконалення монетарної політики.

РОЗДІЛ 1.

ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ РОЛІ ЦЕНТРАЛЬНИХ БАНКІВ ПІД ЧАС ЕКОНОМІЧНИХ КРИЗ

1.1. Історія виникнення центральних банків

Центральні банки у їх сучасному розумінні виникли відносно недавно. До середини XVIII століття всі банки виконували однакові функції: комерційні та емісійні. На той час, у створенні центрального банку не було потреби, оскільки банкноти не відігравали значну роль в економіці, а саме в грошовому обігу. Проте з розвитком кредитної системи відбувається закріплення емісії за окремими великими комерційними банками. Монопольне ж право на випуск грошових знаків з плином часу закріпилось за одним банком. У різний час цей банк називали по-різному: емісійний або національний, проте згодом за ним закріпилась назва «центральный», що наголошувало на важливості його ролі в кредитній системі країни [1].

Історію розвитку банківських систем можна поділити на чотири етапи, які представлені на рисунку 1.1.

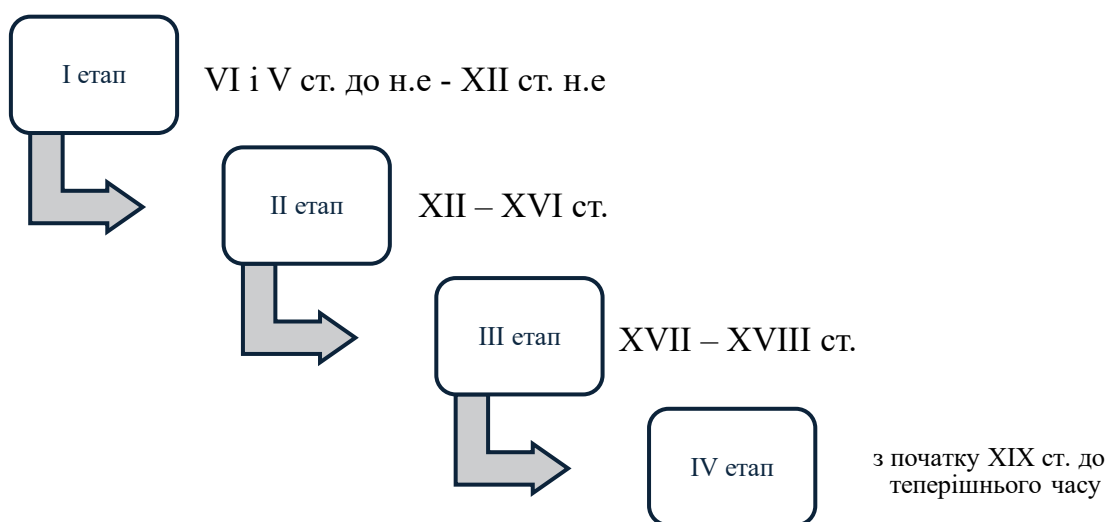


Рисунок 1.1. - Етапи формування банківських систем

Джерело: складено автором на основі [4]

Перший період розпочинається між VI і V ст. до н.е. У цей час роль звичних нам банків виконували храми Вавилонії. Храми були економічним центром

Вавилонського царства, а розвиток банківської справи був пов'язаний з землеробством, рабовласництвом і торгівлею. Розвиток торгівлі в той час став важливою причиною для нагромадження капіталу. Перехід до використання абстрактних письмових символів та цифр дав змогу вести облік та аналізувати заощадження, які зберігалися у спеціальних установах, що надавали кредити. Також виникнення великих міст позитивно вплинуло на розвиток банківської діяльності. Перше велике місто Вавилонії - Урук - з'явилося в середині IV століття до нашої ери з населенням близько 6 тисяч людей. На початку III тисячоліття до нашої ери кількість мешканців цього міста вже сягала 40 тисяч осіб [4].

У той час активно видобували бронзу, кольорову кераміку, займалися будівництвом культових споруд та торгівельними операціями, що потребували кредитування, яке своєю чергою стимулювало розвиток банківської справи та формування банківської системи. Кодекс законів Хамурапі, який датований 1750 р. до н. е., свідчить про розвиток банківської справи під час Вавилонського царства, адже там згадуються умови кредитування. У кодексі було 282 статі, 15 з яких окреслювали правила ведення банківської справи [4]. У цей час поступово почали виділятися депозитні операції. Спочатку депозитні операції полягали у зберіганні грошей у храмах, за що їхній власник мав платити частину своїх заощаджень, і термін "депозит" мав своє пряме значення. Згодом депозитні операції змінили економічний зміст – депозити стали використовувати як засіб залучення коштів для їх подальшого надання у вигляді кредитів. Проте звичай зберігати гроші в храмах зберігався ще тривалий час і був типовою особливістю банківських систем античних Греції та Риму [4].

В античний період банківська діяльність активно розвивалася, і головним стимулом для цього була торгівля, включаючи міжнародну. Це створювало потребу в перевірці та обміні монет, які карбували як держава, так і приватні особи. У кожному грецькому місті-полісі працювали трапезити (від грецького слова "τράπεζα" – стіл, людина за столом) [4], які здійснювали обмінні, експертні, депозитні та кредитні операції з грошима.

Поступово трапезити розширювали свою діяльність, додаючи операції зі зберігання грошей, проведення розрахунків, кредитування та переказу коштів до інших міст. Для зберігання грошей використовували глиняні посудини з позначками про суму вкладу, його походження та дату внесення. Таким чином, грецька система ведення депозитних операцій застосовувала щось схоже на сучасні інвентарні номери [4].

Трапезити кредитували зовсім не під малі відсотки: «Відсотки бралися дуже великі й зиск трапезитів був значним. Сальмазій свідчить, що зазвичай стягувалися в Афінах $16 \frac{2}{3} \%$, а згідно з Беком, навіть близько 18%. Найнижчий відомий нам відсоток був 10, а найвищий – 36» [6]. Цікаво, що трапезити займали почесну роль у суспільстві, незважаючи на своє походження. У Стародавній Греції трапезити походили з нижчих верств суспільства – це були іноземці, яких привозили до Афін як рабів. Вони починали свою кар'єру з простої роботи мінняйли, а завдяки цій діяльності поступово здобували довіру, накопичували багатство та соціальний статус [6].

Згодом вони могли розширити свій бізнес і стати банкірами – тобто не просто обмінювати монети, а й зберігати чужі гроші, надавати кредити, проводити різні фінансові операції. Завдяки наполегливій праці та успіху в банківській справі вони врешті-решт могли викупити свою свободу і стати вільними людьми [4]. Це показує, що в античній Греції банківська справа була одним із способів соціального підйому для людей, які народилися в рабстві або належали до нижчих верств суспільства.

Грецька банківська традиція вплинула на становлення банківської справи в Єгипті, яка на той період складалась з державних та приватних банків, які спеціалізувались на зернових депозитах [4]. У банківській системі Греції вже у V–IV ст. до н.е. було закладено підвалини іпотечного кредитування, що знайшло своє відображення у римському праві II ст. н.е [4].

У Римі були менсарії, які обмінювали монети, та аргентарії, які займались депозитними, кредитними, операціями та операціями по переведенню грошей [4]. У Римі вже тоді існував монетний двір, який знаходився у храмі Юнони Монети.

Там монети зберігались та карбувались. Також у Римі був Ерарій, де утримувались данина з провінцій Римської Імперії. Крах Римської імперії зупинив розвиток європейської банківської справи, який відновився лише в період після хрестових походів [4].

Другий етап розвитку банківської системи пов'язують з виникненням спеціальних фінансових установ, які займалися як розрахунками, так і кредитними та депозитними операціями. У Генуї в 1147-1148 році було створено товариство, яке стало ознакою того, що банківська система перейшла до наступного етапу. Ці товариства займалися збором податків для ведення війни, погашенням позик, прийом вкладів від приватних осіб [4]. Уже в XIII-XIV ст. були створені перші посібники про ведення бухгалтерського обліку і банківської справи, що свідчить про масштаб другого етапу розвитку [4].

В Італії розвиток банківської справи був зумовлений її географічним положенням, адже вона знаходилась на перехресті торгівельних маршрутів між Азією та Європою. Вважають, що слово "банк" має італійське походження від слова "banco", що означає "стіл". На таких столах середньовічні міняйли, які представляли грошовий капітал, розкладали монети у мішечки та глиняні посудини. Міняйли приймали на зберігання гроші від купців та займалися обміном валют різних міст і держав. Поступово вони почали видавати гроші в кредит під відсотки, що фактично перетворило їх на банкірів. Перший банк у його сучасному розумінні з'явився в Італії у 1407 році – це був Banka di San Giorgio [4].

У період середньовіччя відродження фінансової активності та активізація торгівлі були основними факторами, які сприяли розвитку банківської справи. Важливо зазначити, що відбувалось і фінансування хрестових походів між XII-XIII ст., що сприяло розвитку банківництва. Для того, аби зменшити операції з готівкою, банкіри переходять до гіро-обороту (система безготівкових розрахунків, при якій платежі здійснюються шляхом переказування коштів з одного банківського рахунку на інший без використання готівки на основі разових або постійних доручень клієнтів або за допомогою чеків [7]). Це суттєво спрощує розрахунки, подовжує термін використання монет, зменшує витрати на перевірку

грошей. Через розвиток міжнародної торгівлі, у XII-XIII ст. виникають векселі, які банкіри починають використовувати в своїх обрахунках. Векселі стали широко використовуватися в торгівлі через те, що церковні канони середньовічної Європи забороняли або обмежували кредитування під відсотки. Також поширенню вексельних операцій допомогло те, що у XIII-XVI століттях регулярно проводилися вексельні ярмарки в Шампані, Антверпені та Ліоні. Зростання обсягів операцій з векселями призвело до того, що ділові звичаї почали закріплювати законодавчо – у 1569 році в Болоньї прийняли перший вексельний статут [4]. У XVI-XVII століттях почали складатися умови для спеціалізації банків та виникли перші прототипи Центральних банків, які створювалися за ініціативою держави. Їхньою метою було зменшення ризиків у банківській сфері та підтримка торгівлі, включаючи міжнародну [4].

У 1694 році з'явився центральний банк в Англії - Bank of England, чие створення пов'язують з початком третього період розвитку банківських систем. Про третій етап також свідчить поява спеціалізованих банків у XVII-XVIII ст., зокрема: у 1695 році – Королівський банк Шотландії, у 1703 році – Віденський банк, у 1706 році – Банк Британської компанії для торгівлі полотном, у 1765 році – Берлінський королівський земельний і жиробанк, у 1767 році – Пруський банк для морської торгівлі, у 1780 році – Паризька облікова каса та Королівський банк Нюрнбергу. [4]. Важливо зазначити, що на той час, банки не мали виключного права на емісію грошей, і їхні функції були дещо відмінними від функцій сучасних центральних банків. Наприклад, спочатку завданням центрального банку Англії було фінансувати торгівлю та промисловість, а банк Нідерландів визначав за собою мету фінансування внутрішньої та зовнішньої торгівлі [1].

Первісною функцією центрального банку було обслуговування уряду, і лише згодом ЦБ стає «банком для банків». Можна виділити декілька причин виникнення перших ЦБ:

1. Брак коштів у державній чи королівській казні, тобто бюджетні дефіцити, були звичним явищем, яке виникало через постійні війни. Через це виникала потреба у фінансування зростаючих витрат.

2. Система металевого обігу, яка існувала на той час, мала досить обмежені обсяги. Вона забезпечувала автоматичне балансування між попитом товарів та грошима, проте не могла еластично задовільняти потреби уряду у фінансуванні війни.
3. Обсяги емісії банкнот у системі «вільного банкінгу» були жорстко обмежені необхідністю їхнього обміну на золото. Як наслідок, будь-які коливання в пропозиції грошей безпосередньо впливали на рівень цін. Це створювало суттєві перешкоди для стабільної роботи тогочасної торгівлі та промислового сектору.
4. Четвертою причиною є низька кредитоспроможність уряду як позичальника [1].

Цікавим прикладом виступає історія у Великій Британії, коли Британський монарх Карл II проявив себе як поганий позичальник, тим самим підірвав довіру лондонських банкірів. Його наступник, Вільям III, через потребу в мобілізації суттєвої кількості банкнот в 1694 році створив інституцію, якій надали право збирати королівські податі [1]. Було укладено «неповний контракт» (incomplete contract) між урядом і акціонерами. Банк надав позику уряду під 8%, а натомість отримав право сформувати акціонерне товариство та випускати банкноти [3]. Статутний фонд сформували в борг номіналом 1.2 млн фунтів стерлінгів, на цю ж суму випускали банкноти. Через потребу підвищення довіри банкнот, банк отримав привілеї та виключне становище [1].

Схожа історія відбувалась у Пруссії, де були значні потреби у фінансуванні воєнних витрат. Таким чином, у 1765 році було створено Берлінський Королівський банк, метою якого було здійснення кредитування уряду через емісію грошей. За рахунок отриманих привілеїв, а саме закріпленням за ним депозитів та платежів, зміг проіснувати тривалий період часу. У 1864 році установу перетворили на Пруський банк [1].

У Франції, з приходом до влади Наполеона, з'явилась потреба у готівкових виплатах та зростанням рівня розбалансованості державних фінансів. Тому аби отримати можливість безперервного фінансування під низький відсоток, у 1800

році був створений банк Франції. Він заборонив підвищувати відсоткові ставки, яка спочатку була зафіксована на рівні 6%, з часом опустилась до 5%, а потім і до 4%. Така політика була вигідною для уряду, адже це полегшило обслуговування державного боргу [1].

Процес створення ЦБ відбувався двома шляхами. Перший полягав у тому, що право на емісію банкнот надавалось найпотужнішому та найбільшому банку країни, який з часом перетворювався на центральний емісійний банк. У другому ж випадку відбувалось створення банку як емісійного центру країни з самого початку його створення. Тобто в одних країнах банки спочатку створювались як державні, а в інших банки ставали державними внаслідок їх націоналізації через викуп державою акцій на вигідних для акціонерів умовах [1].

Цікаво, що саме монополія емісії банкнот стала джерелом, звідки сучасні центральні банки взяли свої другорядні функції та відмінні риси. Важливо зазначити, що проблема політичної централізації та об'єднання країн створили передумови для того, що єдина централізована емісійна система почала розглядатись як запорука цілісності держави.

Отже, центробанки пройшли три стадії розвитку, які зазначені на рисунку 1.2.

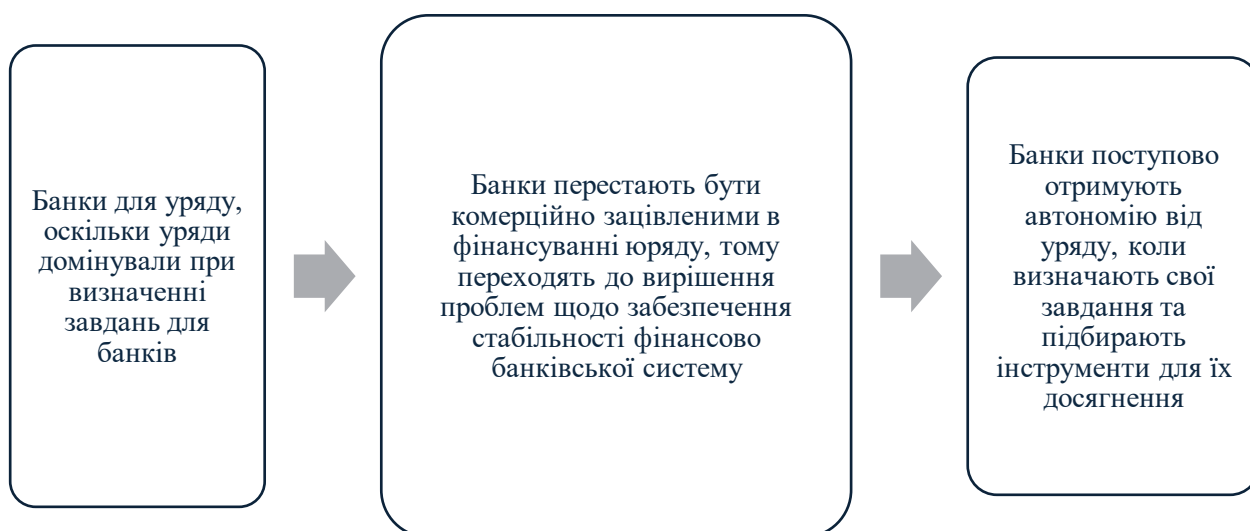


Рисунок 1.2. - Стадії розвитку центральних банків

Джерело: складено автором на основі [1]

Наступний, четвертий період еволюції банківських систем припадає на початок XIX ст. У цей час практично у всіх країнах з'являються Центральні банки, які отримують виключне право на емісію банкнот. Зокрема, у 1800, як вже раніше зазначалось, році розпочав роботу Центральний банк Франції, у 1816 – Австро-угорський банк, у 1882 – Центральний банк Японії, у 1893 – Центральний банк Італії, у 1905 – Центральний банк Швейцарії, і лише в 1913 році створюють Федеральну резервну систему США. На початку XX століття Центральні банки функціонували вже в 18 країнах світу [4].

У цей період центральні банки набувають регуляторної та контрольної функції, а також стають емісійними центрами країн. Розвитку банківської справи під час четвертої епохи сприяла низка важливих чинників. По-перше, оформлення золотого стандарту, яке стабілізувало грошову систему. По-друге, бурхливий розвиток промисловості, біржової та страхової справи, що створював попит на банківські послуги. По-третє, демографічні "вибухи" другої половини XX століття та продовження процесу урбанізації, що збільшило кількість потенційних клієнтів банків. По-четверте, глобалізація світової економіки. Також варто зазначити, що розвиток науково-технічного прогресу, технологічна революція та створення глобальної інформаційної мережі дозволили банкам впроваджувати нові технології та послуги [4].

Таким чином, історія розвитку банківських систем демонструє поступову трансформацію від простих операцій зі зберігання та обміну грошей до складної багаторівневої системи з центральним банком на чолі. Кожен з чотирьох етапів еволюції відображав потреби свого часу: античні трапезити та римські аргентарії задовольняли потреби торгівлі, середньовічні банкіри розвивали вексельні операції та міжнародні розрахунки, а створення спеціалізованих банків у XVI-XVIII століттях стало відповіддю на потреби держави та зростаючої економіки.

Формування центральних банків у XVIII-XIX століттях стало логічним завершенням цього процесу. Спочатку створені для фінансування урядових потреб, центральні банки поступово перетворилися на головні регулятори грошово-

кредитної системи з монопольним правом емісії та контрольно-наглядовими функціями. Розвиток промисловості, запровадження золотого стандарту, глобалізація та технологічний прогрес у XIX-XX століттях остаточно сформували сучасну архітектуру банківських систем, де центральний банк виконує роль головного регулятора, а комерційні банки надають широкий спектр фінансових послуг. Проте саме в умовах криз роль центрального банку набуває особливого значення. Регулятор здатний стабілізувати очікування, підтримати ліквідність системи та відновити довіру до національної валюти.

1.2. Роль центральних банків в економічній системі

Особливого значення роль центрального банку набуває в періоди економічної нестабільності. Саме тоді від ефективності його функцій та інструментів залежить, чи зможе фінансова система витримати шок і повернутися до рівноваги. Центральний банк є ядром фінансової системи та одним з ключових інститутів економічної політики держави, здатним впливати на облікову ставку, грошову масу та індекс споживчих цін [8]. Як вже зазначалось раніше, перший центральний банк з'явився в Англії у 1694 році, і з того часу ця інституція перетворилась на головний регулятор фінансової системи, відповідальний за цінову стабільність, економічне зростання та фінансову стійкість країни. Обов'язки центральних банків можуть відрізнятися в різних країнах, проте їхньою основною метою є збереження вартості національної валюти та сприяння сталому економічному розвитку країни [8].

Змінюючи облікову ставку, ЦБ можуть впливати на вартість запозичень, споживчі витрати та інвестиції задля того, щоб інфляція в країні була низькою та стабільною [8]. Також центральні банки виконують роль кредитора останньої інстанції під час фінансових криз. Вони надають кошти комерційним банкам, щоб ті могли виконувати свої зобов'язання перед клієнтами. Крім того, центральні банки здійснюють нагляд за банківською системою, щоб запобігати системним ризикам і зменшувати їхні наслідки.

Після світової фінансової кризи 2008 року центральні банки почали застосовувати нетрадиційні інструменти монетарної політики, зокрема кількісне пом'якшення. Це робилося для стимулювання економічного відновлення, збільшення обсягів кредитування та боротьби з дефляційними процесами. Центральні банки співпрацюють між собою на міжнародному рівні для вирішення спільних проблем і підтримання фінансової стабільності [8].

Функції центрального банку зображені на рисунку 1.3.

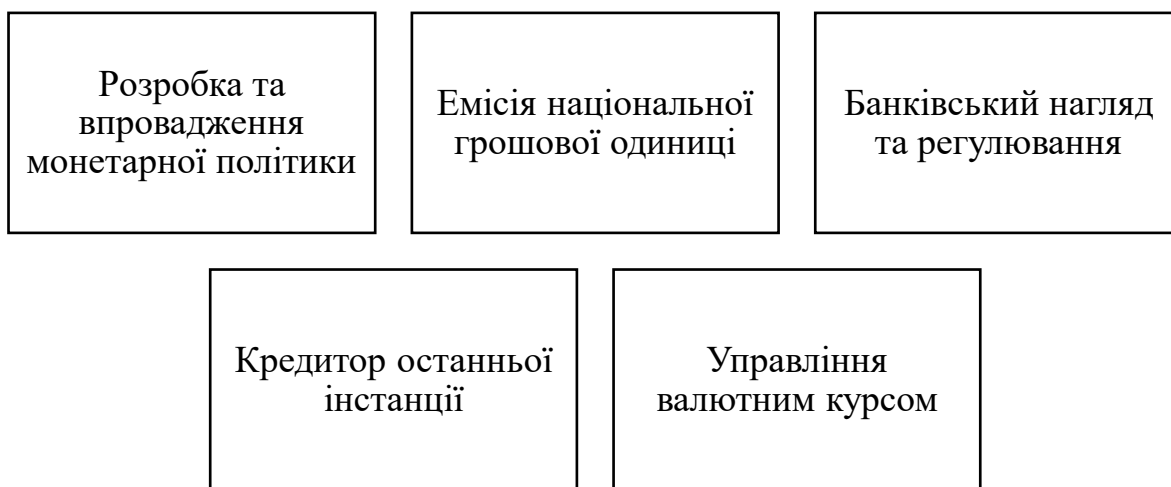


Рисунок 1.3. - Функції центрального банку

Джерело: складено автором на основі [8]

Розглянемо детальніше кожну з них. Центральні банки здійснюють управління грошово-кредитною політикою країни, визначаючи обсяг грошової маси в обігу, рівень процентних ставок та умови доступу до кредитних ресурсів. Водночас вони володіють монопольним правом на випуск національної валюти та здійснюють управління монетарною базою держави, підтримуючи оптимальний обсяг грошової маси в обігу та забезпечуючи захист валюти від фальсифікації [8].

Поряд з монетарними функціями, центральні банки виконують важливу регуляторну роль. З одного боку, вони розробляють та впроваджують пруденційні норми і стандарти, здійснюючи нагляд за дотриманням вимог щодо достатності капіталу, управління ліквідністю та системи ризик-менеджменту [8]. З іншого боку, у періоди фінансової нестабільності центральні банки виступають кредитором останньої інстанції – надають екстрене фінансування комерційним банкам, щоб

запобігти системним крахам та зберегти довіру суспільства до фінансової системи [8]. Таким чином, нагляд запобігає кризам, тоді як функція кредитора останньої інстанції діє вже тоді, коли криза настала.

Окремою функцією є управління золотовалютними резервами. Центральні банки проводять валютні інтервенції з метою стабілізації обмінного курсу та забезпечення збалансованих ринкових умов, здійснюючи операції купівлі-продажу іноземної валюти [8].

Центральні банки реалізують монетарну політику, керуючись конкретними цілями, які можуть відрізнятися залежно від економічної ситуації та пріоритетів держави. Проте існують загальні завдання, притаманні більшості центробанків:

1. Підтримання стабільності цін через коригування процентних ставок, регулювання грошової маси та через інші монетарні інструменти.
2. Сприяння повній зайнятості населення або підтримання низького рівня безробіття через процентні ставки та кредитні умови, при цьому стимулюючи економічну активність, заохочують інвестиції та створюють робочі місця.
3. Забезпечення сталого економічного розвитку та загальної макроекономічної стабільності через вплив на процентні ставки та доступність кредитів, що може стимулювати або стримувати економічну активність, запобігаючи надмірним підйомам чи рецесіям.
4. Запобігання та пом'якшення фінансових криз, системних ризиків і збоїв у банківському секторі. Через пруденційне регулювання, нагляд та застосування відповідних монетарних інструментів центральні банки забезпечують стійкість і надійність фінансових інституцій [8].

Ефективна реалізація цих завдань значною мірою залежить від інституційної організації центральних банків, зокрема від рівня їхньої незалежності та механізмів підзвітності.

Центральним банкам зазвичай надається певний ступінь незалежності у процесі прийняття рішень та здійснення операційної діяльності. Ця незалежність є

критично важливою для забезпечення ефективності монетарної політики та захисту центробанків від короткострокового політичного тиску, який може перешкодити досягненню їхніх цілей. Водночас центральні банки також несуть відповідальність перед суспільством і повинні функціонувати в рамках прозорості та підзвітності [8].

Процес прийняття рішень охоплює низку послідовних етапів, які центральні банки проходять для розробки та впровадження відповідних політичних заходів. Цей процес є вирішальним для забезпечення узгодженості дій монетарної політики з цілями центрального банку та адекватного реагування на поточні економічні умови. Його послідовність представлена в таблиці 1.1.

Таблиця 1.1. Процес прийняття рішень центральними банками

Етап	Опис
Аналіз даних та оцінка економічної ситуації	Центральні банки збирають та аналізують широкий спектр економічних даних для оцінки поточного стану економіки. Постійному моніторингу підлягають ключові індикатори, такі як інфляція, зайнятість, зростання ВВП та стан фінансових ринків.
Визначення цілей	На основі своїх мандатів та пріоритетів центральні банки встановлюють конкретні цілі монетарної політики. Ці цілі можуть включати підтримання цінової стабільності в межах цільового діапазону, сприяння економічному зростанню та забезпечення фінансової стабільності.
Формування політичних заходів	Грунтуючись на економічній оцінці та визначених цілях, центральні банки розробляють політичні заходи для досягнення бажаних результатів. Це передбачає визначення відповідної позиції монетарної політики, зокрема рішення про посилення чи послаблення монетарних умов.

Продовження таблиці 1.1.

Реалізація політики	Після формулювання політичних заходів центральні банки втілюють їх через різноманітні інструменти, що є в їхньому розпорядженні. До таких інструментів належать операції на відкритому ринку, резервні вимоги, облікові ставки, форвардне керівництво та кількісне пом'якшення.
Моніторинг та оцінка	Центральні банки безперервно відстежують вплив своїх політичних дій на економіку та фінансові ринки. Вони оцінюють, чи забезпечують політичні заходи очікувані ефекти, та за необхідності вносять корективи.

Джерело: складено автором на основі [8]

Отже, наведена послідовність етапів відображає логіку роботи центрального банку: від аналізу ринку до вибору конкретних інструментів і контролю за їхнім впливом. Такий системний підхід дозволяє регулятору оперативно реагувати на виклики та підтримувати стабільність національної економіки.

Реалізація перелічених функцій відбувається через конкретні інструменти монетарної політики. Монетарне регулювання центральний банк здійснює через систему каналів впливу на економіку, кожен з яких діє за окремим механізмом. Канали впливу зображені на рисунку 1.4.

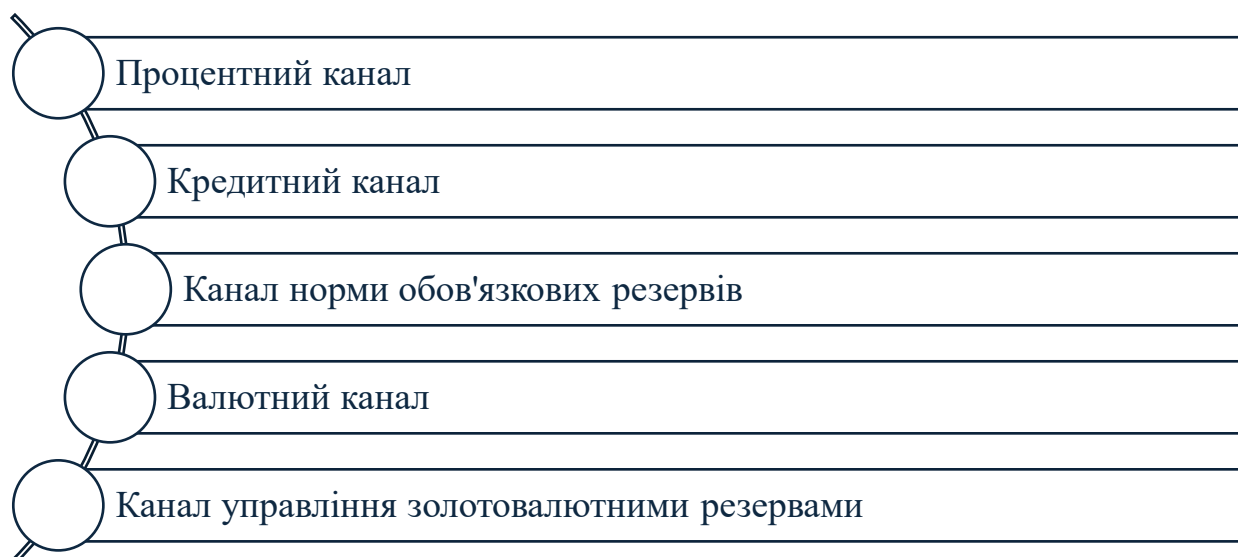


Рисунок 1.4. - Канали трансмісійного механізму монетарної політики центрального банку

Джерело: складено автором на основі: [9]

Першим є канал грошово-кредитного регулювання через процентну політику, який реалізується за допомогою облікової ставки, що виконує подвійну функцію. З одного боку, вона слугує орієнтиром вартості грошей для всіх економічних суб'єктів, з іншого – виступає інструментом реалізації монетарної політики центрального банку [9].

Цей канал вважається головним механізмом впливу на економіку. Зміна облікової ставки впливає на ставки комерційних банків за кредитами і депозитами, що змінює умови запозичень для бізнесу та населення. Це, своєю чергою, позначається на обсягах споживання, заощаджень та інвестицій, а отже – на рівні інфляції, економічному зростанні та зайнятості [9].

Наступний канал – це кредитний канал впливу, який реалізується через різні види рефінансування комерційних банків центральним банком [9]. Цей канал набуває особливого значення в країнах із банкоцентричною фінансовою системою, де перерозподіл фінансових ресурсів відбувається переважно через банківський сектор. Центральний банк здійснює короткострокове кредитування комерційних банків за допомогою кількох механізмів, серед яких тендерні кредити рефінансування, кредити overnight та операції прямого РЕПО [9].

Ще один канал – норма обов'язкових резервів. Канал норми обов'язкових резервів функціонує через встановлення центральним банком певного співвідношення між зобов'язаннями банків та обов'язковими резервами. За допомогою цього механізму центральний банк контролює приріст грошової маси в обороті, спираючись на модель мультиплікаторної пропозиції грошей. Періодична зміна норми обов'язкових резервів для комерційних банків є ефективним методом впливу на масштаби кредитування в економіці.

Застосування політики «дорогих грошей» може спричинити ревальвацію національної валюти, що супроводжується зниженням темпів інфляції та уповільненням економічного зростання. Натомість політика «дешевих грошей» зазвичай призводить до девальвації національної валюти та підвищення інфляційних показників і темпів економічного зростання. Зміна норми обов'язкових резервів також позначається на обмінному курсі національної валюти, оскільки вимоги центрального банку безпосередньо впливають на емісійні можливості комерційних банків, змінюючи тим самим грошову пропозицію в економіці [9].

Окремої уваги заслуговує валютний канал впливу. Валютний канал впливу реалізується через операції купівлі-продажу валюти центральним банком на валютному ринку. Цей механізм впливає на монетарну політику шляхом зміни сукупного попиту і пропозиції в економіці. Коригування валютного курсу змінює сукупні витрати через два основні механізми: прямий ефект і ефект зміни відносних цін.

Прямий ефект проявляється у випадках, коли споживчий кошик населення включає товари та послуги іноземного походження. За таких умов зміна валютного курсу безпосередньо впливає на вартість імпорту, що відображається на рівні інфляції в країні. Непрямий ефект, який також називають ефектом зміни відносних цін, виявляється при зміцненні національної валюти. Внаслідок цього процесу вітчизняні товари та послуги стають дорожчими порівняно з імпортними, що призводить до зміни структури сукупного попиту. Це, у свою чергу, впливає на обсяги чистого експорту, який є важливою складовою ВВП. Крім того, валютний

канал впливу на економіку працює через формування очікувань підприємств та населення щодо майбутніх економічних змін [9].

Також центральний банк здійснює операції з цінними паперами на відкритому вторинному ринку, що дозволяє йому впливати на обсяг грошової маси та динаміку валютних курсів. Механізм дії цього каналу залежить від обраної монетарної стратегії [9].

При реалізації політики «дорогих грошей» центральний банк зменшує свій інвестиційний портфель через продаж цінних паперів на відкритому ринку. Це обмежує темпи зростання грошової маси в обороті, що спричиняє зростання попиту на національну валюту та одночасне зниження попиту на іноземну. Результатом таких дій стає ревальвація національної валюти, зниження інфляційних процесів та уповільнення темпів економічного зростання [9].

Політика «дешевих грошей» передбачає протилежний механізм впливу. Центральний банк збільшує свій інвестиційний портфель шляхом купівлі цінних паперів, що призводить до розширення грошової маси в економіці. Внаслідок цього знижується попит на національну валюту при одночасному зростанні попиту на іноземну, що спричиняє девальвацію національної валюти. Такі процеси супроводжуються підвищенням темпів економічного зростання та прискоренням інфляції.

Останній канал – це канал управління золотовалютними резервами. Управління золотовалютними резервами спрямоване на збереження або нарощення їхньої реальної вартості з метою підтримання високої ліквідності та забезпечення доступності для органів грошово-кредитного регулювання. Цей процес реалізується через два основні напрями. Грошово-кредитний аспект управління забезпечує підтримання ліквідності золотовалютних резервів, тоді як фінансовий аспект зосереджений на збереженні їхньої вартості [9].

Варто зазначити, що в умовах економічних криз центральні банки, як правило, задіюють одночасно кілька каналів впливу. Наприклад, під час кризи 2008 року центробанки почали поєднувати зниження процентних ставок, операції на відкритому ринку та масштабне рефінансування банківського сектору [18].

Отже, центральні банки є багатофункціональним інститутом, діяльність якого охоплює як монетарне регулювання, так і нагляд за фінансовою системою. Ефективність цих функцій та інструментів визначає здатність економіки протистояти кризовим явищам – саме тому механізми антикризових дій центрального банку заслуговують окремого розгляду.

1.3. Використання інструментів центрального банку під час криз

Перед тим, як розбиратись з механізмами дій центрального банку під час криз, варто визначити, що інтерпретується як криза в економічному контексті. Слово «криза» походить від грецького слова «krisis», яке означає рішення, поворотний пункт, результат [10].

Якщо розглядати поняття криза з точки зору науки про управління, то криза – це «це переломний етап у функціонуванні будь-якої системи, у процесі якої вона піддається впливу ззовні і зсередини, що вимагає якісно нового реагування з її боку» [10]. Економічна ж криза собою являє фазу економічного циклу, для якої характерне раптове порушення рівноваги у виробничих процесах, що супроводжується скороченням обсягів виробництва, неповним використанням наявних потужностей та збільшенням рівня безробіття [10].

Науковці виділяють найбільш важливі економічні цикли, які представлені в таблиці 1.2.

Таблиця 1.2. Економічні цикли

Економічний цикл	Тривалість	Причини
Короткостроковий	3-5 років	Активізація на фінансових ринках
Середньостроковий	10-20 років	Структурні зрушення в економіці та суттєві міжгалузеві переливи капіталу
Довгострокові, або довгохвильові	50 років	Радикальні зміни в технологічній базі як національної, так і світової економіки

Джерело: складено автором на основі [10]

Частина економістів пояснює циклічний характер розвитку економіки специфікою окремих її процесів. Зокрема, М.Д. Кондратьєв та Й. Шумпетер вбачали причину циклічності у закономірностях відтворення основного капіталу. На їхню думку, середні цикли обумовлені оновленням активних елементів основного капіталу, а довгі – необхідністю формування нової технологічної бази та супутніх масштабних інвестицій у виробничу інфраструктуру. Короткі ж цикли науковці пояснювали коливаннями споживчого попиту [10].

Криза являє собою найбільш складну та суперечливу стадію економічного циклу. Сприяючи витісненню застарілих економічних систем, вона водночас виступає каталізатором технічного й технологічного прогресу у виробництві та структурних змін в економіці [10].

Науковці виділяють не одну причину виникнення економічних криз. Наприклад, Давид Рікардо вважав, що причина виникнення економічних криз це несправедливість у розподілі багатства, коли ж швейцарський науковець Сімон Сісмонді був переконаний, що кризи виникають через недоспоживанням народних мас, невідповідність між виробництвом і споживанням [10]. Цікаво, що Карл Маркс був прихильником думки, що причина кризи – це «анархія виробництва», а саме суперечність між виробництвом і споживанням [10].

Представники неокласичної та ліберальної шкіл вбачали першопричину криз у недостатньому споживанні населення, що неминуче породжує надвиробництво. Економісти, близькі до марксистських поглядів, натомість пояснювали кризи диспропорціями та порушенням економічної рівноваги. Ця концепція перегукується з поглядами тих дослідників, які пов'язують кризові явища із зовнішніми чинниками - політичними, демографічними чи природними [10]. Ф. фон Хайєк, прихильник ринкової свободи та противник державного втручання, стверджував, що кризи надвиробництва є наслідком надмірного державного фінансування. Український економіст Михайло Туган-Барановський вбачав їх причину у невідповідності між динамікою заощаджень та інвестиціями у галузях, що виробляють засоби виробництва, наголошуючи на необхідності раціонального

регулювання інвестиційних процесів [10]. Дж. Кейнс пояснював кризи психологічними закономірностями: люди схильні нарощувати споживання разом із зростанням доходів, однак темп цього зростання завжди відстає від темпу збільшення доходів. Психологічний підхід розвивав і Й. Шумпетер, на думку якого кожна фаза циклу формує особливий психологічний клімат, що безпосередньо впливає на інвестиційну активність. Паніка в період кризи паралізує капіталовкладення, тоді як піднесення породжує інвестиційну ейфорію. Таким чином, мінливість економічних настроїв зумовлює нерівномірність інвестиційного циклу [10].

Отже, кризи виникають з різних причин – і внутрішніх, і зовнішніх. Але незалежно від їхнього походження, питання залишається одне: як має реагувати центральний банк, коли криза вже настала? Одним із перших цю проблему системно розглянув британський економіст Волтер Беджот ще у XIX столітті у праці «Lombard Street: A Description of the Money Market» [11]. Беджот зазначає, що Англія стала «найбільшою грошовою країною у світі» – нацією, яка розпоряджається найбільшим концентрованим обсягом вільного капіталу. Саме ця концентрація капіталу в Банку Англії і породжує унікальну вразливість системи, а відтак – особливу відповідальність центрального банку під час криз [11].

Беджот розрізняє дві фази кризового стану: «тривогу» (alarm) та «паніку» (panic). Тривога – це початкова невизначеність, коли на ринку поширюються чутки про платоспроможність окремих гравців. Паніка – це подальша ескалація, коли сумніви охоплюють уже більшість учасників ринку і кожен починає підозрювати кожного [11].

Ключове спостереження Беджота: паніка є самопідсилювальним процесом. Кожне банкрутство породжує нові банкрутства, оскільки кредитори банкрута самі опиняються під тиском. Беджот порівнює паніку з «невралгією» – хворобою, яку не можна лікувати голодуванням, тобто відмовою від кредитування. Парадокс полягає в тому, що природна реакція банків – накопичувати резерви та припиняти видавати кредити – лише поглиблює кризу [11].

Основною думкою у праці Беджота є «формула» антикризової поведінки центрального банку: в умовах кризи внутрішньої ліквідності центральний банк повинен вільно кредитувати, за високою відсотковою ставкою, під надійне забезпечення [11]. Беджот обґрунтовує цей принцип через логіку довіри. В основі банківської паніки лежить втрата впевненості у платоспроможності установи. Щоб відновити цю довіру, банк має продемонструвати наявність коштів через їхнє активне використання на благо ринку. Парадоксально, але саме кредитування в умовах паніки зберігає резерви ефективніше, ніж їхнє накопичення з метою захисту [11].

Беджот також наголошує на важливості нагромадження резервів у мирний час, адже вони є запорукою стійкості під час кризи. Це означає, що антикризова стратегія центрального банку починається задовго до самої кризи – у формуванні достатнього «буфера ліквідності».

Беджот зазначав, що ставка повинна бути високою, адже це відлякує тих, хто не потребує допомоги справді, та забезпечує повернення коштів після стабілізації. Центральний банк у кризі не рятує неплатоспроможні установи – лише неліквідні. Вкрай важливим Беджот вважав своєчасність оголошення про готовність кредитувати: сама демонстрація готовності до дій часто зупиняла паніку ще до реального використання резервів [11].

Беджот наводить яскравий приклад подолання паніки 1825 року, коли Банк Англії застосував саме такий підхід. У той час Банк Англії займався кредитуванням у всіх можливих способах, які раніше не застосувались. Результатом стала швидка стабілізація ринку.

Попри фундаментальність підходу Беджота, його принципи не повною мірою відповідають реаліям сучасної фінансової системи. Беджот виходив з припущення, що ЦБ може легко відрізнити «хороший» банк від «поганого». У сучасному світі фінансові зв'язки настільки щільні, що криза ліквідності одного банку здатна швидко поширитися на весь ринок [17] і за відсутності своєчасного втручання – перерости в системну кризу платоспроможності [11]. Важливо зазначити, що якщо ЦБ встановлює «штрафну» (дуже високу) ставку, він збільшує навантаження на

банки, які вже перебувають у стресовому стані. Це може спровокувати «ефект доміно»: падіння одного банку тягне за собою інших [17]. Крім того, високі облікові ставки можуть давати банкам сигнал, що в країні економічна ситуація погіршується, що є каталізатором паніки.

Протилежну логіку пропонує кейнсіанська традиція. Кейнс у «Загальній теорії зайнятості, відсотка та грошей» обґрунтував, що головною проблемою кризи є недостатність ефективного попиту, а не сама ставка [87]. Зниження ставки може стимулювати інвестиції та споживання, але лише за умови, що економічні агенти готові витратити кошти. В умовах глибокого песимізму виникає «пастка ліквідності». Навіть дуже низькі ставки не відновлюють попит, бо бізнес і населення утримуються від витрат через негативні очікування [87]. З цієї точки зору, висока «штрафна» ставка Беджота додатково пригнічує кредитування саме тоді, коли воно найбільш необхідне. Водночас і просте зниження ставки не є універсальним рішенням. Це протиріччя між двома підходами стоїть за кожним реальним рішенням центрального банку під час кризи – і саме його розв'язання у різних умовах демонструє порівняльний аналіз кейсів у наступному розділі.

Варто враховувати, що Беджот писав у часи «Золотого стандарту», де головним було підтримувати забезпечення валюти золотом [16]. Сьогодні головна мета ЦБ підтримання монетарної і, у першу чергу, цінової стабільності в економіці [12], тобто низька інфляція. Якщо Беджот розглядав високу ставку як засіб захисту резервів, то сучасні регулятори часто змушені знижувати вартість ресурсів до мінімуму (як це було під час кризи 2020 року [13], коли Європейський центральний банк та Банк Японії вдалися до активних монетарних заходів – зниження процентних ставок і програм кількісного пом'якшення [2]), щоб запобігти "ефекту доміно"[18]. Отже, виникає парадокс: надто жорстка політика регулятора, замість того щоб стабілізувати ситуацію, може сама по собі спровокувати системну кризу.

Попри ці обмеження, принципи Беджота не втратили актуальності. Брайан Ф. Медіган, який був призначеним директором Відділу монетарних справ 23 липня 2007 року [15], на щорічному економічному симпозиумі Федерального резервного банку Канзас-Сіті, Джексон-Хоул, штат Вайомінг [14] згадував вище цитовану

роботу. Медіган зазначав, що тези Беджота є ґрунтовними: вільно позичаючи, центральний банк може заглушити паніку та нейтралізувати потребу ліквідності та мінімізувати їхні негативні наслідки для економіки. Також це може запобігти стрімким розпродажам, які, у свою чергу, спричиняють зниження вартості активів і зменшення багатства, що призводить до скорочення економічної активності. Забезпечення ліквідності дозволяє фінансовим установам продовжувати кредитування, необхідне для підтримання економічної активності на належному рівні. Медіган визначає це як макроекономічне обґрунтування тези Беджота – «сприяння повному використанню ресурсів» [14]. Також погляд Беджота має мікроекономічне підтвердження, яке говорить про спрямування на сприяння ефективному розподілу ресурсів. Коли центральний банк надає позику лише платоспроможним фірмам під надійну заставу та стягуючи штрафну ставку, він мінімізує моральний ризик та негативні наслідки державного втручання у функціонування приватних фінансових ринків, що своєю чергою сприяє підвищенню загальної економічної ефективності. Центральний банк дає гроші в борг лише тим банкам, які зберігають платоспроможність і здатні надати надійну заставу. Це змушує банки не ризикувати зайво і слідкувати за своїм фінансовим станом. Крім того, позичати у центрального банку – дорого. Тому банки намагаються спочатку знайти гроші на ринку (наприклад, від інших банків чи інвесторів), і лише якщо вже зовсім нема виходу – звертаються до центрального банку. Усе це робиться для того, щоб гроші в економіці використовувалися розумно, а не марнувалися [14].

Медіган стверджує, що підхід Беджота має як мікро-, так і макро підтвердження, проте директор відділу Монетарних справ також наголошує, що принципи Беджота слід тлумачити з урахуванням практичних міркувань. Під час криз важко зрозуміти, які банки чи компанії насправді здорові фінансово, а які ні – і навіть їхній стан може змінитися залежно від того, як поведеться центральний банк. Застава, яку позичальники надають під кредит, може впасти в ціні не тому, що бізнес поганий, а просто через паніку на ринку та брак ліквідності. І те, чи є ставка центрального банку "штрафною" (тобто дорожчою за ринкову), – теж не

очевидно. Для одних позичальників вона може бути дорогою, для інших – навпаки, вигідною, залежно від ситуації [14].

Подальший розвиток теоретичних засад антикризової ролі центрального банку пов'язаний з монетаристською школою. Фрідман обґрунтував, що монетарна політика є вирішальним інструментом цінової стабільності, а центральний банк несе безпосередню відповідальність за стан грошової маси в економіці [85]. Оскільки скорочення грошової маси без активного втручання ЦБ поглиблює рецесію та провокує дефляційну спіраль, пасивність регулятора під час фінансових потрясінь є не нейтральною позицією, а джерелом економічної нестабільності. Практичну значущість цього висновку підтвердив Бернанке, зазначивши, що саме монетаристська доктрина сформувала операційну логіку сучасних центральних банків та їхню готовність до активних дій в умовах кризи [84].

Таким чином, аналіз теоретичних підходів до антикризової ролі центрального банку демонструє не єдину доктрину, а еволюцію поглядів і їх практичний синтез. Беджот визначив фундаментальну логіку: центральний банк зобов'язаний активно підтримувати ліквідність, не допускаючи самопідсилювальної паніки. Кейнс поглибив розуміння кризи, перенісши акцент на недостатність ефективного попиту і показавши межі суто монетарних інструментів. Фрідман закріпив відповідальність центрального банку за цінову стабільність і стабільність грошової маси. Бернанке, у свою чергу, зазначив, що уроки монетаристської доктрини були засвоєні сучасними центральними банками. Жоден з цих підходів не є самодостатнім. Залежно від природи кризи – чи то криза ліквідності, чи попиту, чи інфляційна спіраль – домінує той чи інший інструментарій. Саме це підтверджує порівняльний аналіз кейсів Польщі, Туреччини, Республіки Корея та України, представлений у наступному розділі.

Висновки до Розділу 1

Проведений теоретичний аналіз засвідчив, що центральний банк пройшов тривалу еволюцію: від інституту фінансування державних потреб до ключового регулятора фінансової системи з монопольним правом емісії, функціями кредитора останньої інстанції та мандатом цінової стабільності. Кожен з чотирьох етапів цієї еволюції відображав потреби свого часу: від античних трапезитів і середньовічних вексельних операцій до формування сучасної архітектури центральних банків у XVIII–XIX століттях.

Аналіз функцій і інструментів центрального банку показав, що монетарна політика реалізується через систему трансмісійних каналів: процентний, кредитний, канал норми обов'язкових резервів, валютний та канал управління золотовалютними резервами. Саме через ці канали рішення регулятора транслюються в реальний сектор економіки, впливаючи на рівень інфляції, обсяги кредитування, споживання та економічне зростання. Ефективність цих каналів безпосередньо залежить від рівня інституційної незалежності центрального банку та довіри економічних агентів до монетарної політики.

Дослідження теоретичних підходів до антикризової ролі центрального банку виявило, що сучасна практика є синтезом кількох доктрин, а не застосуванням єдиної теорії. Беджот сформулював фундаментальну логіку кредитора останньої інстанції. Медіган підтвердив актуальність цих принципів у сучасному контексті, водночас наголосивши на необхідності їх гнучкої адаптації. Кейнс поглибив розуміння природи кризи, показавши що її першопричиною є недостатність ефективного попиту. Фрідман закріпив відповідальність центрального банку за цінову стабільність і стан грошової маси, обґрунтувавши що пасивність регулятора під час криз є не нейтральною позицією, а самостійним джерелом нестабільності. Бернанке підтвердив, що ці уроки були засвоєні сучасними центральними банками і знайшли практичне втілення у готовності до активних антикризових дій.

Таким чином, залежно від природи кризи домінує той чи інший підхід. Саме це підтверджує порівняльний аналіз кейсів Польщі, Туреччини, Республіки Корея та України, представлений у наступному розділі.

РОЗДІЛ 2.

ПРАКТИЧНИЙ АНАЛІЗ ПОЛІТИКИ ЦЕНТРАЛЬНИХ БАНКІВ ПІД ЧАС ЕКОНОМІЧНИХ КРИЗ

2.1. Досвід Польщі у подоланні наслідків світової фінансової кризи 2008-2009 років

Теоретичний аналіз, проведений у першому розділі, дозволив з'ясувати, якими інструментами та механізмами центральний банк може протидіяти кризовим явищам. Другий розділ присвячено практичному аналізу антикризової політики центральних банків на прикладі чотирьох країн, що зіткнулись із різними типами криз і обрали принципово відмінні стратегії реагування. Для аналізу у підрозділі 2.1. було обрано Польщу, оскільки економіка Польщі змогла продемонструвати стійкість під час кризи та центральний банк діяв превентивно.

У вересні 2008 року банкрутство американського інвестиційного банку Lehman Brothers спровокувало глобальну фінансову кризу, яка швидко поширилась на реальний сектор економік по всьому світу [20]. Механізм передачі кризи до Європи реалізувався через кілька каналів одночасно: різке скорочення зовнішнього попиту, вплив іноземного капіталу, заморожування міжбанківського ринку та девальваційний тиск на національні валюти [24]. Через це ВВП єврозони скоротилось на 4,4% у 2009 році. Окремі країни зафіксували падіння – Латвія -16% та Угорщина -6,7% [30].

На рисунку 2.1 представлено порівняння ВВП Польщі з Латвією, Угорщиною та Євросоюзом загалом.

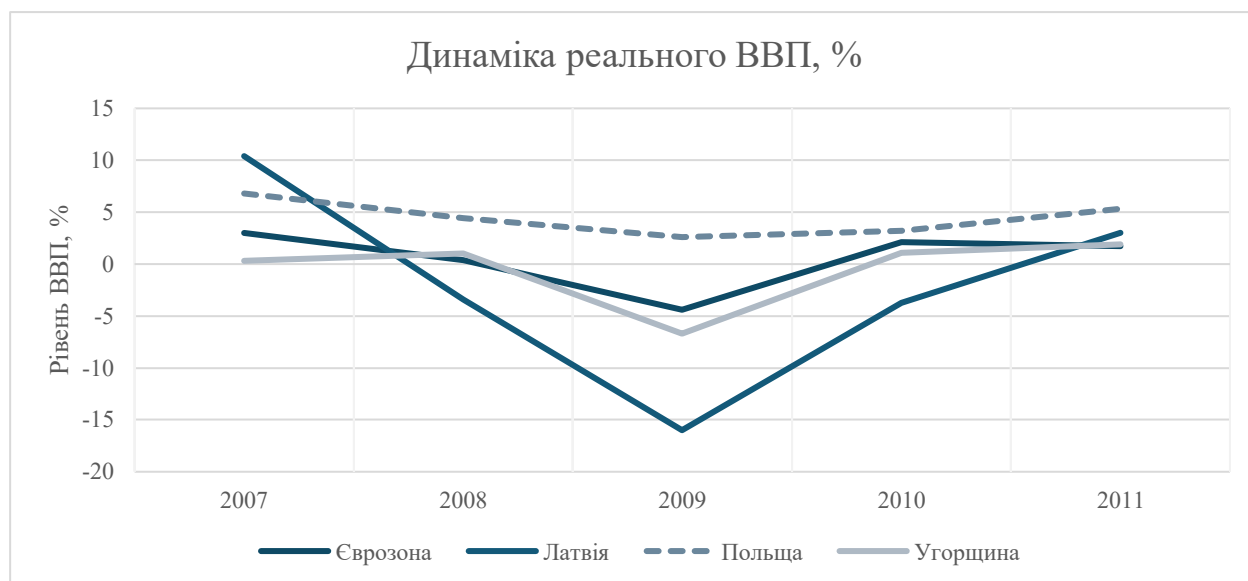


Рисунок 2.1 - Динаміка реального ВВП Польщі та країн порівняння, 2007–2011 (% до попереднього року)

Джерело: складено автором на основі [30]

Вибір Латвії та Угорщини як об'єктів для порівняння зумовлений суттєвими розбіжностями в їхніх валютних режимах. У Латвії була жорстка прив'язкою лата до євро, що фактично позбавляло її можливості коригувати економіку через зміну курсу [25]. Угорщина формально мала гнучкіший підхід, проте через величезні зовнішні борги та масову видачу кредитів у валюті її простір для маневрів у монетарній політиці був сильно обмежений [25]. Польща ж, на відміну від сусідів, успішно поєднувала вільне плавання злотого з режимом інфляційного таргетування [22].

З графіку видно, що у 2009 році спостерігається зниження ВВП у Латвії та Угорщині, а також у Євросоюзі. У Польщі є невеликий спад, проте візуально він майже не помітний, що підтверджує ефективність політики ЦБ. За даними Євростату, реальний ВВП країни у 2009 році зріс на +2,6% [30]. Цей показник у початкових оцінках становив лише +1,7% [19], але був переглянутий у бік підвищення. Це досягнення закріпилося в академічній літературі під поняттям «зелений острів» [26].

Першим і найбільш видимим каналом зовнішнього тиску стала різка девальвація злотого. Курс євро до злотого (EUR/PLN) зріс з 3,34 у серпні 2008 року до 4,64 у лютому 2009 року, що означало знецінення злотого приблизно на 39% відносно євро [27].

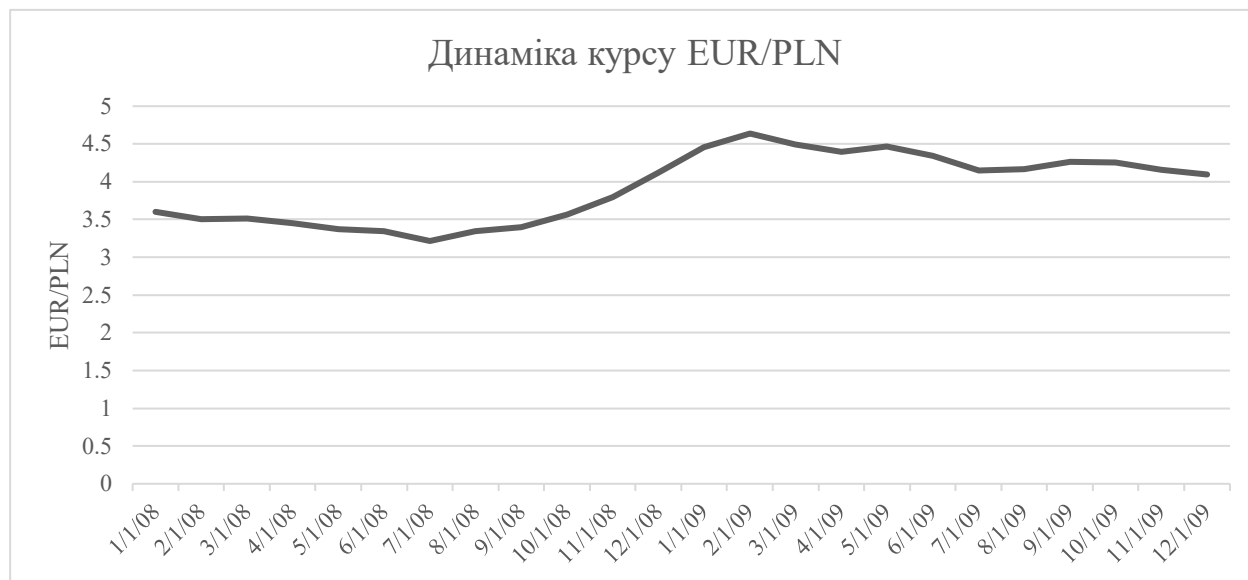


Рисунок 2.2. - Динаміка курсу EUR/PLN у період глобальної фінансової кризи, 2008-2009 рр.

Джерело: складено автором на основі [27]

Після лютого 2009 року середній курс злотого становив 4,32, при цьому не перевищуючи лютневе значення, що прослідковується на рисунку 2.2.

Для країни з великим обсягом іпотечних кредитів у швейцарських франках – які становили 65% загального іпотечного портфеля – боргове навантаження домогосподарств у національній валюті різко зросло, що підвищувало ризики неплатежів і погіршення якості банківських портфелів [22]. Через кризу схильність до ризику зменшувалась, що спричинило уповільнення припливу іноземного капіталу до країн Центральної та Східної Європи, що посилювало напруженість на грошових ринках регіону [24]. Валютна нестабільність, валютний ризик у портфелях домогосподарств і залежність від зовнішнього фінансування формували реальну загрозу системної дестабілізації.

У цей період Narodowy Bank Polski (далі - NBP) почав знижувати облікову ставку – з 6,0% у жовтні 2008 року до 3,5% у червні 2009 року, тобто на 250 базисних пунктів упродовж восьми місяців. До кінця 2010 облікова ставка

трималась на рівні 3,5% [28].



Рисунок 2.3. - Динаміка облікової ставки Narodowy Bank Polski (2007-2009)

Джерело: складено автором на основі [28]

Важливо зазначити, що NBP діяв поступово, щоб спостерігати за реакцією ринку. Така тактика дозволила уникнути паніки серед ринкових учасників, що могло спричинити підрив довіри до цінової стабільності. Зниження ставки реалізовувалось через процентний канал через здешевлення кредитів для бізнесу та домогосподарств, що підтримало внутрішній попит в умовах скорочення зовнішнього [21].

Паралельно NBP здійснював валютні інтервенції з метою стабілізації злого [20], девальвація якого становила суттєвий ризик для фінансової стабільності. Інтервенції мали на меті пом'якшити надмірну волатильність. Ключовим моментом було те, що NBP не витрачав ресурси на штучну підтримку курсу. Девальвація злого стала природним механізмом адаптації польської економіки до зовнішніх потрясінь. Це дозволило польським товарам стати дешевшими для іноземних покупців, що суттєво підтримало експорт у складний період [21].

Польща стала однією з перших країн у світі, яка отримала позику в рамках Гнучкої кредитної лінії МВФ (Flexible Credit Line, FCL) у травні 2009 року на суму приблизно 20,58 млрд доларів, після затвердження МВФ у березні того ж року [33]. Цікаво, що жодного траншу з цієї лінії використано не було, адже її роль полягала

у підтвердженні надійності. Сам факт схвалення FCL засвідчував перед міжнародними ринками, що МВФ підтверджує стійкість польської економіки [21].

Додатковим інструментом підтримки валютної ліквідності стала репо-лінія з Європейським центральним банком на суму 10 млрд євро, підписана у листопаді 2008 року [31]. Окремо було укладено тристоронню своп-лінію ШНБ–ЄЦБ–NBP для забезпечення ліквідності у швейцарських франках [5].

Аналіз дій NBP дозволяє виділити кілька ключових факторів ефективності. Першим є те, що центральний банк знижував ставки поступово, орієнтуючись на інфляційні очікування. Це дозволило уникнути надмірної жорсткості (яка поглиблює рецесію через кредитне стиснення) та надмірного пом'якшення (яке підриває довіру до валюти і провокує інфляційні очікування) [21]. В основі такої стратегії лежить принцип, сформульований ще Беджотом і пізніше підтверджений Медіганом: центральний банк повинен діяти впевнено та вчасно, уникаючи хаотичних рішень. Польський центробанк зміг реалізувати саме таку модель, зробивши ставку на превентивні заходи. Замість того, щоб боротися з наслідками кризи, що вже настала, регулятор спрацював на випередження, вживши необхідних заходів ще до її пікового моменту.

Ще одним ключовим чинником стало те, що монетарна політика подіяла одразу через кілька каналів трансмісії. По-перше, зниження відсоткових ставок активувало процентний канал, оскільки кредити стали дешевшими. Це дозволило бізнесу та населенню витратити менше коштів на обслуговування боргів. За рахунок цього споживання та інвестиції були всередині країни навіть тоді, коли зовнішній попит почав падати [21].

Водночас девальвація злотога запустила валютний канал. Завдяки знеціненню національної валюти польські товари отримали цінову перевагу на зовнішніх ринках, а імпортні товари, навпаки, здорожчали для поляків. Це дало додатковий стимул для місцевих виробників. Важливо, що ці два процеси відбувалися паралельно і посилювали один одного. Найкращим підтвердженням збалансованості такої політики стала стабільна інфляція, яка впродовж усієї кризи залишалася в межах норми, незважаючи на значні валютні коливання.

Для вимірювання інфляції у порівняльному аналізі використано Гармонізований індекс споживчих цін (Harmonised Index of Consumer Prices, HICP). На відміну від національних індексів споживчих цін, що можуть відрізнятися за структурою споживчого кошика та методами розрахунку, HICP розраховується Євростатом за єдиною методологією для всіх країн ЄС, що дає змогу провести ґрунтовний аналіз [32].



Рисунок 2.4. - Динаміка інфляції (HICP) у Польщі, Угорщині та Єврозоні, 2007–2010 (% річних)

Джерело: складено автором на основі [29]

Для стабілізації національної валюти NBP проводив операції на грошовому ринку та вдавався до публічних заяв (вербальних інтервенцій) [24]. Важливу роль у підтримці довіри до економіки зіграли також угоди з МВФ та ЄЦБ щодо забезпечення ліквідності, що стало додатковим захисним механізмом у складних умовах [21], [23]. Девальвація на приблизно 30% здешевила польський експорт для іноземних покупців та здорожчила імпорт для вітчизняних споживачів, що підтримало внутрішній попит в умовах скорочення зовнішнього [22]. Два протилежні цінові чинники фактично збалансували один одного. Хоча злотий суттєво знецінився, рівень інфляції в Польщі залишався в межах стабільних 2,5-4% протягом усієї кризи. Це контрастує з досвідом Латвії. Там через жорстку фіксацію курсу економіка спочатку «перегрілася», що призвело до інфляції у 15%, а згодом – до різкого падіння цін, тобто дефляції (рис. 2.4). Через використання фіксованого

курсу країни Балтії фактично залишилися без дієвого інструменту регулювання. Оскільки вони не могли провести девальвацію, щоб відновити конкурентоспроможність через ціни, економіці довелося адаптуватися в інший спосіб – через падіння ВВП та значне скорочення робочих місць [25]. Угорщина, хоча і мала гнучкіший курсовий режим, також зазнала значного падіння через високу зовнішню заборгованість і валютні кредити [20].

Досвід Польщі під час кризи 2008-2009 років підтверджує, що стійкість країни до зовнішніх ударів залежала від продуманої макроекономічної стратегії. Використання інфляційного таргетування разом із плаваючим курсом дозволило зловжити справцювати як «автоматичний стабілізатор». Коли восени 2008 року приплив капіталу в країну зменшився, попит на злотий впав, що призвело до його природного знецінення. Це зробило польські товари привабливішими за ціною на зовнішніх ринках і водночас обмежило імпорт. У підсумку зростання чистого експорту змогло компенсувати падіння внутрішніх інвестицій і підтримати ВВП.

Важливу роль відіграв і Нацбанк Польщі (NBP), який проводив самостійну політику та поступово знизив облікову ставку на 250 базисних пунктів. Це стимулювало економіку через кредитний канал. Крім того, залучення превентивної кредитної лінії від МВФ у травні 2009 року допомогло заспокоїти інвесторів і втримати дохідність держоблігацій на стабільному рівні, навіть попри зростання бюджетних витрат. Додатковим захистом стали лінії ліквідності від ЄЦБ та ШНБ, які зняли ризики дефіциту євро та франків (що було критично через велику кількість валютних кредитів у населення).

Отже, успіх Польщі став результатом не одного конкретного кроку, а цілого комплексу взаємопов'язаних заходів – монетарних, валютних та фіскальних. Ефективність цих інструментів забезпечувалася незалежністю центрального банку та чіткою координацією дій влади.

Польський приклад ілюструє, як інституційна незалежність центрального банку та гнучкий обмінний курс спільно формують ефективний антикризовий механізм. Коли ж турецький досвід демонструє протилежний сценарій: поступове підпорядкування монетарної політики короткостроковим політичним цілям і

втрату операційної самостійності центрального банку. Саме цей контраст стає предметом аналізу у наступному підрозділі.

2.2. Туреччина 2018-2023: як ЦБ намагався подолати валютну та інфляційну кризу

Валютна та інфляційна криза 2018-2023 років у Туреччині не була раптовою, оскільки передумови для неї закладалися протягом попередніх десяти років через поступове зростання структурних дисбалансів, які зробили турецьку економіку вразливою до будь-яких зовнішніх коливань.

Ключовою вразливістю турецької моделі зростання 2010-х років стала хронічна залежність від зовнішнього фінансування. У 2017 році дефіцит поточного рахунку розширився до понад 5% ВВП, а валові потреби у зовнішньому фінансуванні досягли 24,9% ВВП [34]. Паралельно стрімко зростав зовнішній борг. Валовий зовнішній борг сягнув 53,2% ВВП у 2017 р., при цьому короткостроковий борг за залишковим строком погашення становив 21,2% ВВП, а щорічні потреби у рефінансуванні – близько 20% ВВП [34].

Окрему загрозу становила валютна вразливість нефінансового корпоративного сектору. МВФ ідентифікував «значну і зростаючу негативну валютну позицію економіки» та «високу і зростаючу схильність корпоративного сектору до валютного ризику» як один із ключових чинників системного ризику [34]. Рівень кредитного плеча у корпоративному секторі зростав, тоді як значна частка корпоративних зобов'язань була номінована в іноземній валюті – переважно в доларах США та євро. Тобто падіння курсу ліри безпосередньо збільшувало суму виплат за валютними боргами корпоративного сектору, створюючи надмірне навантаження на бюджет компаній.

Фактичний обсяг міжнародних резервів Туреччини був недостатнім для стабілізації економіки. За оцінкою МВФ, валові міжнародні резерви у розмірі близько 107,7 млрд дол. США покривали лише 82% метрики адекватності резервів (ARA), тоді як рекомендований рівень – не менше 100% [34]. Відповідно, у разі

посилення зовнішнього тиску на ліру, Центральний банк Туреччини (далі – ЦБТ) не мав би достатнього ресурсу для стабілізації ринку, що робило фінансову систему вразливою до зовнішніх шоків.

Незважаючи на офіційний режим інфляційного таргетування з цільовим показником 5%, фактична інфляція систематично перевищувала ціль. У 2017 р. Інфляція на кінець року становила 11,9% – більш ніж удвічі вище офіційної цілі [34]. Аналіз МВФ підтвердив, що занадто м'які умови кредитування та низькі відсоткові ставки не відповідали реальному рівню інфляції, через що Центробанк фактично втратив довіру інвесторів та населення. Реальна ефективна ставка ЦБТ залишалась близькою до нуля попри те, що інфляція у 2017 р. Зросла майже до 12% – більш ніж удвічі перевищивши офіційну ціль [34].

Починаючи приблизно з 2011 року темпи знецінення турецької ліри почали випереджати динаміку інших валют ринків, що розвиваються. Тоді як решта ЕМ-валют знецінились у середньому на 30% відносно долара з 2003 р., ліра на той самий момент втратила близько 420% [39]. Більша частина цього розриву накопичилась саме після 2011 р., коли тиск уряду на монетарну політику почав посилюватись [39].

Підсумовуючи стан напередодні кризи 2018 р., МВФ констатував, що «зростання Туреччини ставало дедалі більш залежним від зовнішньо-фінансованого кредиту та стимулювання попиту», а сформовані дисбаланси «зробили економіку вразливою до зміни ринкових настроїв» [35]. Саме влітку 2018 року накопичені дисбаланси переросли у відкриту фазу кризи. МВФ зафіксував, що «операційна автономія була підірвана у ключових відомствах» [37], через що інструменти монетарної політики поступово втрачали свою дієвість.

Вже у 2018 році МВФ стверджував, що «монетарна політика видається надто м'якою, а її довіра – низькою» [34]. Проте після 2019 року Центробанк фактично втратив свою незалежність, оскільки політичне керівництво почало відкрито втручатися в його роботу. У липні 2019 р. Голову ЦБТ було звільнено після відмови знижувати ставки [35]. Особливо показовим став березень 2021 р., оскільки новопризначений голова, який підняв ставку з 10,25% до 19% за кілька місяців [36],

був також звільнений. На його місце призначено четвертого голову ЦБТ за три роки, колишнього члена парламенту від правлячої партії, який публічно підтримував тезу, що вищі ставки спричиняють вищу інфляцію [39]. Хронологія правління представлена в таблиці 2.1.

Таблиця 2.1.Хронологія голів ЦБ Туреччини за період кризи

Голова ЦБТ	Початок	Звільнення	Причина
Мурат Четінкая	Квітень 2016	6 липня 2019	Відмова знижувати ставки
Мурат Уйсал	6 липня 2019	7 листопада 2020	Уйсал був призначений, щоб знижувати ставки, проте під час його правління ліра впала на 30% за 2020 р. Уйсала зробили відповідальним за обвал ліри, хоча вона падала через те, що відбувалось зниження облікової ставки не за його ініціативою. Ліра впала до рекордного мінімуму.
Наджі Агбал	7 листопада 2020	20 березня 2021	Підняв ставку на 875 б.п. з 10,25% до 19%. Був звільнений через 2 дні після чергового підвищення
Шахап Кавджіоглу	20 березня 2021	Червень 2023	Замінений після виборів у рамках повороту до ортодоксальної політики

Джерело: складено автором на основі [35], [40], [36], [39], [38], [41]

МВФ прямо кваліфікував наслідки цієї практики: «часта ротація на чолі центрального банку може посилити невизначеність щодо монетарної політики та

розякорити інфляційні очікування», погіршуючи компроміс між інфляцією та випуском і підвищуючи необхідний рівень процентних ставок для досягнення будь-якого заданого рівня інфляції. З цього моменту, за оцінкою МВФ, «зміна керівництва ЦБТ у березні 2021 р. посилює вразливість Туреччини» [36].

В основі цього підходу, який згодом отримав назву «Турецької економічної моделі» [47], лежало твердження про обернену причинність між процентною ставкою та інфляцією. Високі ставки, згідно з цією логікою, не стримують, а спричиняють інфляцію через здороження кредиту, зростання виробничих витрат і, відповідно, підвищення цін. Тобто влада Туреччини вважала, що зниження облікової ставки є інструментом боротьби з інфляцією, а не її розкручуванням.

Цікаво, що більшість країн змушені тримати низькі ставки, лише коли мають величезні борги й просто не можуть дозволити собі платити по них більше. У Туреччини ж такої проблеми не було, адже її борг залишався низьким – менше 40% ВВП [37]. Тобто рішення знижувати ставки було прийняте не через економічну безвихідь, а через особисті переконання керівництва країни, які суперечили ринковій логіці.

Перший повноцінний кризовий епізод реалізувався влітку 2018 р. Накопичені зовнішні дисбаланси – хронічний дефіцит поточного рахунку, висока залежність від короткострокового іноземного капіталу та масштабна валютна заборгованість корпоративного сектору – сформували умови, за яких будь-яка зміна ринкових настроїв могла запустити відтік капіталу. Ліра знецінилась на приблизно 40% у серпні 2018 р. Інфляція досягла піку 25,24% у жовтні 2018 р., що у п'ять разів перевищувало цільовий рівень. Це відбулось через ефект курсового перенесення (pass-through) та зростання інфляційних очікувань. Відтак економіка увійшла у рецесію в другому півріччі 2018 р. [35].

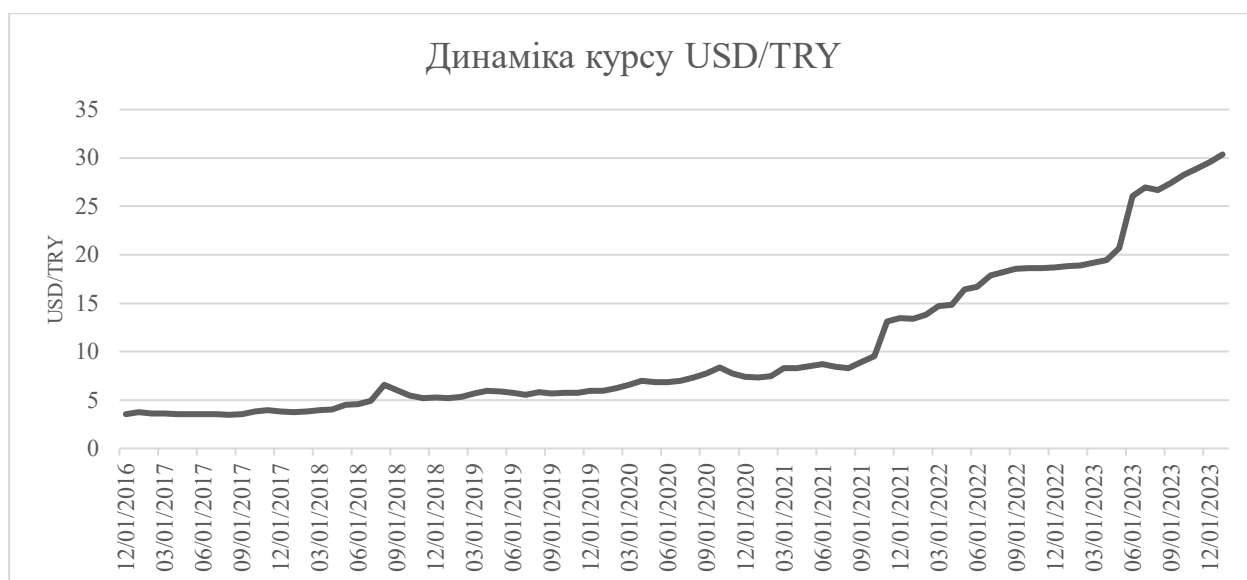


Рисунок 2.5. - Курс долара США до турецької ліри (USD/TRY), 2018-2024 рр.

Джерело: складено автором на основі [42]

Як видно на рисунку 2.5, курс ліри до долара збільшився з 4,884 до 6,5562 TRY/USD у серпні 2018, порівнюючи з липнем. У відповідь ЦБТ підвищив облікову ставку з 8% до 24% впродовж травня-вересня 2018 р. (рис. 2.6). Така висока облікова ставка протрималась до червня 2019 року, проте далі ЦБТ починає її знову понижувати.



Рисунок 2.6. - Облікова ставки Центрального банку Туреччини, 2018-2024 рр.

Джерело: складено автором на основі [43]

На рисунку 2.7 видно, що інфляція зросла до 12,15% у травні 2018 року у порівнянні з квітнем того ж року, коли її рівень становив 10,85%. Пік інфляції у

2018 році становив 25,24% у жовтні місяці – саме тоді, коли ЦБТ підняв облікову ставку до 24%. Проте далі спостерігається спадний тренд, і вже у жовтні 2019 року інфляція становить 8,55%.



Рисунок 2.7. - Річний рівень інфляції (CPI, % до відповідного місяця попереднього року) в Туреччині, 2018-2024 рр.

Джерело: складено автором на основі [44]

У липні 2019 ЦБТ починає поступово зменшувати облікову ставку. Вже у квітні 2020 вона становить 8,75%, коли інфляція у цей період тримається на рівні 11-12%. Продовження зниження облікової ставки відбувалось через COVID-19. Туреччина, як і переважна більшість центральних банків світу, вдалась до прискореного зниження ставки з метою підтримки економічної активності в умовах зовнішнього шоку.

Проте, на відміну від більшості країн, де пандемійне пом'якшення мало тимчасовий характер та супроводжувалось чіткими орієнтирами щодо нормалізації, ЦБТ продовжував утримувати ставку на рівні 8,25-10,25% навіть у міру відновлення економіки та прискорення інфляції до 11-12%.

Інфляція починає зростати з листопада 2020 року. При цьому ЦБТ продовжує збільшувати ставку – у листопаді 2020 року її було збільшено до 15%, у порівнянні зі значенням 10,25% у жовтні того ж року. Станом на серпень 2021 року значення облікової ставки становило 19%, а інфляція досягла рівня 19,25%. Очікувано, що

при зростаючій інфляції ЦБТ має продовжувати збільшувати облікову ставку, адже досвід 2018 року показав, що її зростання може вгальмувати інфляцію, але вони діють протилежно – відбулось зниження облікової ставки з 19% до 14% з серпня по грудень 2021.

Це спровокувало масовий перехід населення з депозитів у національній валюті в іноземну. Як наслідок, через попит курс ліри обвалився вдвічі щодо долара всього за кілька тижнів [37]. Знецінення ліри від серпня 2021 (першого зниження ставки) до мінімуму 20 грудня 2021 р. перевищило 100% (ріст з 8,3074 до 18,7183) [39]. У дні листопадового та грудневого рішень щодо ставки ліра знецінювалась приблизно на 3% і 4% відповідно [39].

Через різке знецінення ліри наприкінці 2021 р. було запроваджено схему ККМ (Kur Korumalı Mevduat – валютно-захищені депозити). Її механізм полягав у наступному: якщо за строк депозиту ліра знецінювалась більше, ніж встановлена відсоткова ставка (до 300 базисних пунктів вище облікової ставки ЦБТ), вкладник отримував компенсацію – різницю між ставкою знецінення та відсотком – за рахунок Міністерства фінансів або ЦБТ [37]. Таким чином, держава брала на себе саме той ризик, який ринок відмовлявся нести. До кінця жовтня 2022 р. обсяг валютно-захищених депозитів сягнув майже 1,5 трлн турецьких лір – 37% ліро-депозитів і 17% загальних банківських депозитів [37]. Проблема схеми полягала у системному перерозподілі ризику. Фактично, валютні зобов'язання було перекладено з рахунків приватних банків та підприємств безпосередньо на державу. Це означало, що відтепер будь-яка курсова нестабільність відображалася не як збитки приватного сектору, а як зростання боргів державного бюджету та Центрального банку [37]. Водночас понад три чверті резервних зобов'язань ЦБТ виявились заборгованістю перед вітчизняними банками. Ця сума перевищувала сукупні резервні активи центрального банку [37]. Схема ККМ допомогла виграти час і відкласти пік кризи, але через це у держави накопичилися величезні приховані борги, які рано чи пізно доведеться виплачувати з бюджету.

Знецінення національної валюти впливало на рівень інфляції через такі канали: безпосереднє здорожчання імпорту (Туреччина є нетто-імпортером

енергоносіїв та значної частини споживчих товарів), зростання виробничих витрат підприємств через дорожчі імпорتنі ресурси, а також через втрату контролю над інфляційними очікуваннями. Це змушувало бізнес і населення заздалегідь закладати ріст цін у свої плани, через що товари дорожчали навіть тоді, коли курс валюти на певний час стабілізувався. При цьому ЦБТ починає активно знижувати облікову ставку, при тому, що інфляція стрімко починає зростати. Паралельно з валютним каналом у турецькій кризі суттєво постраждав і кредитний канал монетарної трансмісії. Зниження облікової ставки мало теоретично здешевити кредит для реального сектору, проте в умовах прискореної девальвації ліри комерційні банки зіткнулись із різким погіршенням кредитного ризику позичальників [37]. Оскільки значна частка корпоративних зобов'язань була номінована в іноземній валюті, девальвація автоматично збільшувала реальне боргове навантаження на підприємства, підвищуючи ймовірність їх дефолту [34].

За таких умов банки переорієнтували свою діяльність. Замість кредитування реального сектору вони зосередились на валютних операціях та вкладеннях у державні облігації, які забезпечували вищу дохідність за нижчого ризику [37]. Через це кредитний канал фактично перестав працювати. Хоча Центральний банк знижував ставку, щоб зробити позики дешевшими, банки не поспішали кредитувати реальний бізнес. Замість цього вони нарощували валютні депозити та вкладення у державні облігації, уникаючи довгострокового кредитування реального сектору. У підсумку економіка так і не отримала потрібних кредитів, а курс ліри почав падати ще швидше, бо самі ж банки створювали надмірний попит на іноземну валюту [37]. Результатом стало прискорення інфляції до 85,51% у жовтні 2022 р. – 24-річного максимуму [37]. У той час облікова ставка була на рівні 10,5%.

Впродовж листопада 2022 - травня 2023 рр. річний рівень інфляції знизився з 84,4% до 39,6% при обліковій ставці 9-8,5%, що на перший погляд може видаватись підтвердженням ефективності проваджуваної політики. Однак це зниження пояснюється виключно ефектом статистичної бази. Показник YoY порівнює поточний рівень цін з аномально високою базою листопада 2021 - жовтня

2022 рр., тому математичне уповільнення темпу зміни відбувалось навіть за умови продовження абсолютного зростання цін [44].

Реальна ставка ЦБТ при цьому залишалась глибоко від'ємною, що і підтвердилось прискоренням інфляції до 38-65% у червні-грудні 2023 р. на тлі чергової девальвації ліри [37], [38].

Щоб зрозуміти логіку від'ємної відсоткової ставки, варто порівняти рівень облікової ставки та річної інфляції, що проілюстровано на рисунку 2.8.



Рисунок 2.8. - Динаміка облікової ставки ЦБТ та річного рівня інфляції (CPI) в Туреччині, %, 2018-2024 рр.

Джерело: складено автором на основі [44], [43]

Економічно логічно, що облікова ставка була більша за рівень інфляції, оскільки тоді річні в банку будуть перевищувати рівень інфляції. Відповідно, населення буде мати мотивацію вкладати гроші в банк в національній валюті, що сповільнить її знецінення.

Цю логіку пояснює рівняння Фішера:

$$i = r + \pi \quad (2.1)$$

У цьому рівнянні r – реальна відсоткова ставка, i – номінальна відсоткова ставка, π – темп інфляції. З рівняння випливає, що номінальна ставка змінюється через зміну реальної відсоткової ставки або зміну темпу інфляції [46]. Щоб оцінити ситуацію в Туреччині, варто подивитись на це рівняння в такому вигляді:

$$r = i - \pi \quad (2.2)$$

На рисунку 2.9 видно, що в 2020 році в Туреччині був період, коли облікова ставка була менше ніж рівень інфляції, проте різниця не суттєва. Також там можна пояснити це через кризу COVID-19, коли це була всесвітня практика знижувати облікову ставку.

Різниця між обліковою ставкою та рівнем інфляції спостерігається з серпня 2021 року, проте її значення не було критичним – 0,25%. Пікового значення було досягнуто в жовтні 2022 року, коли рівень інфляції, як раніше вже згадувалось, сягнув 85,51%. Різницю між обліковою ставкою та рівнем інфляції проілюстровано на рисунку 2.9.



Рисунок 2.9. - Різниця між обліковою ставкою та рівнем інфляції, %, 2018-2024 рр.

Джерело: складено автором на основі [44], [43]

З рисунку видно, що різниця між обліковою ставкою та рівнем інфляції є від'ємним з вище зазначеного періоду – серпня 2021 року – і негативне її значення зберігається до початку 2024 року. Станом на січень 2024 року це значення становило -19,86%.

Через падіння курсу ліри та від'ємні реальні ставки населення та бізнес почали масово переводити свої заощадження у валюту. Така доларизація депозитів лише посилювала тиск на національну валюту, оскільки попит на активи в лірах стрімко падав, що заважало Центральному банку ефективно керувати економікою [36]. У результаті виникло замкнене коло: знецінення ліри підштовхувало людей купувати долари, а це призводило до ще більшого падіння курсу. Щоб зупинити

цей процес, регулятор був змушений витратити валютні резерви на інтервенції, що поступово їх виснажувало.



Рисунок 2.10. - Динаміка міжнародних резервів Туреччини (без золота), млн дол. США, 2018-2024 рр.

Джерело: складено автором на основі [45]

Рисунок 2.10. можна поділити на три фази:

Перша фаза – виснаження 2018-2020 рр. Впродовж 2018-2020 рр. Міжнародні резерви Туреччини (без золота) скоротились з 90 007,56 млн дол. США у січні 2018 р. до мінімального значення 37 860,03 млн дол. США у вересні 2020 р. [45], що відображає масштаб валютних інтервенцій ЦБТ, спрямованих на стримування девальвації ліри. При цьому найстрімніше падіння відбулось у березні-вересні 2020 р. – з 60 730,47 до 37 860,03 млн дол. США – коли поєднання пандемічного відтоку капіталу та активних інтервенцій вичерпало значну частину резервного буфера.

Друга фаза – часткове відновлення 2021 р. Впродовж серпня- листопада 2021 р. резерви зросли з 77280,66 до 86399,8млн дол. США. Однак це відновлення не слід інтерпретувати як реальне зміцнення зовнішньої позиції. Воно значною мірою досягалось через залучення своп-ліній із державними банками [36], що штучно покращувало валові показники без відповідного нарощування незалежних резервів.

Третя фаза – нове виснаження та стабілізація 2023 р. У травні 2023 рок. резерви скоротились до 59791,56 млн дол. США на тлі інтервенційного тиску напередодні виборів [45]. Після зміни керівництва ЦБТ та різкого підвищення

облікової ставки розпочалось поступове відновлення – до грудня 2023 р. резерви досягли 92703,19 млн дол. США [45], що стало першою ознакою відновлення довіри ринків до монетарної політики Туреччини [38].

Одразу після виборів змінився кадровий склад економічного сектору. На посаду міністра фінансів призначено Мехмета Шімшека – макроекономіста з репутацією прихильника ортодоксальної політики, а главою ЦБТ стала Хафізе Гає Еркан (згодом замінена Фатіхом Карахан). Призначення було сприйнято ринками як однозначний сигнал зміни курсу [47].



Рисунок 2.11. - Облікова ставка Центрального банку Туреччини, 2023-2026 рр.

Джерело: складено автором на основі [43]

З рисунку бачимо, що облікова ставка після свого мінімального значення 8,5% у травні 2023 року починає зростати. Свого піку значення сягнуло в березні 2024 та становило 50%. Це все сталося після зміни ЦБТ у травні 2023 року. Облікова ставка протрималась на рівні 50% аж до листопада 2024 року, після чого відбувалось поступове зниження. Станом на березень 2025 року облікова ставка становила 42,5% - все одно доволі високе значення. Станом на березень 2026 облікова ставка уже три місяці зберігається на рівні 37%.

Попри те, що номінальна ставка протягом усього періоду кризи залишалась нижчою за поточний рівень інфляції – що відображено на рисунку 2.9 – МВФ фіксував, що з грудня 2023 р. реальна очікувана ставка нарешті стала додатною [38], оскільки ринкові очікування щодо майбутньої інфляції почали знижуватись

швидше за номінальну ставку. Таким чином, монетарна політика набула реально стримувального характеру не у момент підвищення номінальної ставки, а лише тоді, коли очікування інфляції почали зменшуватись. Це означало, що відсотки за депозитами нарешті почали покривати прогнозовану інфляцію. Як наслідок, у людей та бізнесу знову з'явився сенс тримати заощадження в лірах, а не масово скуповувати валюту [38].

Ринок відреагував на ці зміни дуже позитивно. Вартість страхування від дефолту Туреччини (CDS-спреди) впала вдвічі порівняно з серединою 2023 року, що свідчить про повернення довіри інвесторів. Як внутрішні, так і зовнішні інвестори знову почали вкладати кошти в активи в національній валюті. Крім того, провідні світові агентства підняли кредитні рейтинги країни, офіційно підтвердивши покращення її фінансового стану [38]. Ситуація з резервами кардинально покращилася. Якщо раніше «базові» чисті резерви мали дефіцит у 75 млрд дол. США, то до вересня 2024 року вони зросли до позитивного значення у +9 млрд дол. США [38]. При цьому загальний обсяг резервів тепер повністю відповідає АРА. Також стабілізувався платіжний баланс – дефіцит поточного рахунку у 2024 році скоротився до помірних 2% ВВП [38]

Проте варто зазначити, що зміна курсу принесла збиток у розмірі 3% ВВП у 2023 р. Цікаво, що частково внаслідок компенсаційних виплат за схемою ККМ. Зростання економіки уповільнилось до 3% у 2024 р. проти 5,1% у 2023 р., а у другому кварталі 2024 р. послідовний квартальний приріст ВВП впав до 0,1%. Інфляція, незважаючи на зниження з пікових рівнів, залишалась значно вище цілі – 52% у серпні 2024 р., що свідчить про значну інерцію інфляційних очікувань [38].

Отже, турецька криза 2018-2023 рр. є емпіричним підтвердженням того, що інституційна незалежність центрального банку є не формальною вимогою, а функціональною передумовою ефективності монетарної політики. Систематичне підпорядкування ЦБТ політичним цілям заблокувало всі канали монетарної трансмісії одночасно: валютний, кредитний та канал очікувань. Розворот 2023 р. підтвердив, що відновлення операційної незалежності та повернення до ортодоксальної монетарної політики запустило механізм стабілізації, хоча й ціною

значних короткострокових витрат – збитку ЦБТ у 3% ВВП та уповільнення зростання.

2.3. Південна Корея 1997-1998: від валютної кризи до інституційної трансформації Банку Кореї

Фінансова криза 1997-1998 років стала для Південної Кореї найважчим економічним потрясінням з часів Корейської війни. Протягом 1960-1990-х років країна демонструвала середній річний приріст ВВП на рівні 8%, перетворившись з аграрної країни на одну з найбільших промислових економік світі. Цей феномен отримав назву «корейське економічне диво» [73]. Проте за роками швидкого зростання приховувались серйозні структурні проблеми.

Ключову роль в економіці Кореї відігравали чеболі – великі промислово-фінансові групи, які спирались на державну підтримку і дешеві кредити. Розширюючи виробництво, чеболі залучали переважно короткострокові іноземні кредити, тоді як вкладали кошти в довгострокові проєкти. Це створювало небезпечний розрив між термінами залучення та використання коштів. [74]. Станом на кінець 1996 року корпоративний сектор мав відношення боргу до власного капіталу понад 300%, а процентне покриття (interest coverage ratio) у великих компаній впало до критично низьких значень [78]. Паралельно фінансова лібералізація початку 1990-х відкрила ринки капіталу, не сформувавши адекватної системи пруденційного нагляду. Банки активно залучали короткострокові зовнішні позики і спрямовували їх у довгострокове кредитування чеболів [74].

Це мало вплив і на зовнішній баланс. Дефіцит поточного рахунку у 1996 році досяг 4,4% ВВП, а загальний зовнішній борг стрімко зростав. При цьому Банк Кореї підтримував де-факто прив'язку вона до долара США в рамках режиму керованого плавання. З одного боку, це давало корпоративному сектору ілюзію валютної стабільності, а з іншого – обмежувало можливості монетарної адаптації у разі зовнішнього шоку [73]. Надмірний короткостроковий борг, слабкий банківський

нагляд і жорстка валютна прив'язка зробили економіку вразливою. Ці фактори у другій половині 1997 року перетворили точкову проблему на системну кризу.

Безпосереднім тригером кризи стала девальвація тайландського бату у липні 1997 року, яка запустила хвилю переоцінки ризиків по всій Південно-Східній Азії. Іноземні інвестори, зазнавши втрат в Таїланді, Індонезії та Малайзії, почали скорочувати позиції в регіоні. Це стосувалось і Кореї, попри те що МВФ ще влітку 1997 року оцінював її макроекономічні фундаменталії як задовільні [74]. Відплив капіталу наклався на вже існуючі внутрішні проблеми. На початку 1997 року серія банкрутств великих чеболів – Hanbo Steel у січні, Sammi Steel у березні, Kia Motors у липні – показала масштаби неплатоспроможності в корпоративному секторі та погіршення якості банківських портфелів [73].

Коли іноземні кредитори почали масово відмовлятися від продовження позик, валютні резерви Банку Кореї стрімко скорочувались. Банк Кореї (Bank of Korea, далі – BoK) намагався захистити курс вона через валютні інтервенції, однак це лише прискорювало виснаження резервів без стабілізації очікувань. Ринок усвідомлював, що обсяг зовнішніх зобов'язань з погашенням у найближчі місяці кратно перевищує доступні резерви [75]. До листопада 1997 року використовувані резерви впали до приблизно 7 млрд доларів. Це був катастрофічно низький рівень на тлі короткострокового зовнішнього боргу, що наближався до 100 млрд доларів [77]. Вон у другій половині 1997 року різко знецінився, а фондовий ринок обвалився більш ніж удвічі [74].



Рисунок 2.12. - Курс USD/KRW, 1997-2000 рр.

Джерело: складено автором на основі [80]

З рисунку 2.12 видно, що станом на жовтень 1997 року курс USD/KRW становив 929,42, коли в грудні того ж року курс виріс до 1628,42 за один долар. У першому місяці ріст продовжився і курс піднявся до 1707,3, проте далі з плином часу спостерігається тенденція до спаду.

Зіткнувшись із реальною загрозою суверенного дефолту, 21 листопада 1997 року уряд Кореї офіційно звернувся до МВФ із проханням про фінансову допомогу [73]. Це рішення було кінцем початкової фази кризи і початком успішної програми стабілізації.

3 грудня 1997 року МВФ затвердив для Кореї програму Stand-By Arrangement обсягом SDR 15,5 млрд (спеціальні права запозичення –розрахункова одиниця МВФ; приблизно 21 млрд доларів США), що в сукупності з внесками Світового банку, Азійського банку розвитку та двосторонніх кредиторів сформувало пакет підтримки на рівні 58 млрд доларів. На той момент, сума пакету визначалась як найбільша в історії МВФ [76]. Програма структурувалась навколо трьох компонентів: макроекономічна стабілізація, реструктуризація фінансового сектору та широкі структурні реформи корпоративного управління [75].

Центральним інструментом макроекономічної стабілізації стало різке підвищення процентних ставок. ВоК обрав за операційний орієнтир одноденну міжбанківську ставку (call rate) – ставку, за якою банки позичають один одному на одну ніч. Цей інструмент дозволяв центральному банку оперативно впливати на ліквідність фінансової системи без тривалих адміністративних процедур. Скорочуючи пропозицію ліквідності на міжбанківському ринку, ВоК міг у за короткий термін підняти вартість короткострокових коштів до рівня, що робив вплив капіталу не вигідним. На початку 1998 року call rate досягла 25,3% [77].



Рисунок 2.13. - Міжбанківська ставка та інфляція в Республіці Корея, 1997-2000 рр.

Джерело: складено автором на основі [81], [82]

З рисунку 2.13 видно, що станом на листопад 1997 року міжбанківська ставка становила 14,00%, а вже у січні 1998 року досягла піку на рівні 25,34%. Паралельно інфляція (CPI) зростала з 4,33% у листопаді 1997 року до максимального значення 9,55% у лютому 1998 року. Починаючи з березня 1998 року обидва показники демонструють стійку тенденцію до зниження: міжбанківська ставка поступово опустилась до 5,00% у березні 1999 року, а інфляція знизилась до мінімального значення 0,17% у лютому 1999 року. Це свідчить про те, що підвищення міжбанківської ставки позитивно вплинуло на інфляцію. Після досягнення піку ставки інфляція почала знижуватись з лагом приблизно в один місяць.

Логіка полягала в тому, що висока ставка підвищує дохідність вонових активів, що стримує попит на іноземну валюту і відновлює довіру інвесторів. Проте різке здорожчання кредиту додатково стиснуло й без того ослаблений корпоративний сектор, поглибивши рецесію у короткостроковій перспективі [74]. Стабілізаційний ефект для валютного ринку проявився вже протягом перших місяців 1998 року [75].

Паралельно розгорталась масштабна реструктуризація фінансового сектору. Уже в грудні 1997 року було закрито 14 комерційних банків. Загалом до 2003 року припинили діяльність або були об'єднані 787 неплатоспроможних фінансових установ [76]. Критично важливим кроком стала угода з іноземними банками-

кредиторами, укладена у лютому 1998 року. Вона полягала в тому, що короткострокові зовнішні зобов'язання корейських банків на суму близько 22 млрд доларів були конвертовані в середньострокові інструменти з державною гарантією. Це усунуло безпосередню загрозу технічного дефолту і дало час для впорядкованої стабілізації [73]. Ця операція, поряд із першими траншами МВФ, переломила динаміку ринкових очікувань. Це стало сигналом, що міжнародна спільнота розглядає корейську кризу як керовану.

Результати стабілізаційної програми виявились доволі швидкими. Вже у другій половині 1998 року, в міру відновлення довіри інвесторів і стабілізації курсу вона, Банк Кореї розпочав поступове зниження ставок. Валютні резерви, що впали до критичних 7 млрд доларів у момент звернення до МВФ, відновились до 48,5 млрд доларів вже за рік. Це був один з найшвидших темпів накопичення резервів серед країн, що пережили валютні кризи [77].



Рисунок 2.14. - Валові міжнародні резерви Республіки Корея, млн. дол., 1996-2001 рр.

Джерело: складено автором на основі [83]

З рисунку 2.14 видно, що станом на листопад 1997 року валові міжнародні резерви Кореї скоротились до мінімального значення 24 367 млн дол., а у грудні того ж року впали ще нижче – до 20 368 млн дол. Це різке скорочення порівняно з рівнем січня 1996 року, коли резерви становили 33 228 млн дол. Однак вже з січня 1998 року розпочалось стрімке відновлення. До грудня 1998 року резерви зросли

до 51 975 млн дол., а до кінця 2001 року досягли 102 753 млн дол. Така динаміка свідчить про те, що стабілізаційна програма МВФ та супутні монетарні заходи ВоК забезпечили не лише швидке відновлення резервів, але й їх вихід на якісно вищий рівень порівняно з докризовим періодом.

Динаміка реального сектору описує класичну V-подібну траєкторію. ВВП скоротився на 4,98% у 1998 році – найглибше падіння в повоєнній історії країни. Однак уже у 1999 році зафіксував зростання на рівні 11,62% [68].



Рисунок 2.15. - Темпи реального зростання ВВП Республіки Корея, %, 1994-2004 рр.

Джерело: складено автором на основі [68]

З рисунку 2.15 видно, що у 1996-1997 роках економіка Кореї демонструвала стабільне зростання на рівні 7,99% та 6,28% відповідно. У 1998 році ВВП скоротився до -4,98% – найглибше падіння в повоєнній історії країни. Однак вже у 1999 році економіка відновила зростання до 11,62%, що є одним із найвищих показників зростання за всю історію спостережень. У 2000-2001 роках темпи зростання поступово нормалізувались до 9,20% та 4,73% відповідно. Така V-подібна траєкторія підтверджує ефективність стабілізаційної програми та швидкість відновлення корейської економіки після кризи.

Ключовим каналом відновлення став експорт. Девальвація вона різко підвищила цінову конкурентоспроможність корейських товарів на зовнішніх ринках, що разом із відновленням глобального попиту забезпечило зростання експорту [73].

Поточний рахунок, що зводився з дефіцитом у 4,4% ВВП у 1996 році, перейшов у профіцит уже у 1998-му [74].

Швидкість корейського відновлення пояснюється не лише монетарними факторами. Оперативна реструктуризація зовнішнього боргу усунула загрозу дефолту, сильний державний апарат забезпечив послідовне виконання умов програми, а висока норма заощаджень населення підтримала внутрішній попит у фазі відновлення [78]. Корея вийшла з програми МВФ достроково, а саме у грудні 1999 року, погасивши значну частину зобов'язань раніше за графіком [75].

Найбільш тривалим наслідком кризи 1997-1998 років стала інституційна трансформація Банку Кореї. Криза підсвітила проблему: ВоК не мав реальної операційної незалежності. Голова банку формально підпорядковувався Міністерству фінансів і економіки, а монетарна політика нерідко підпорядковувалась цілям промислової та кредитної політики уряду, що обслуговувала інтереси чеболів [79]. Саме ця інституційна залежність унеможливила своєчасну превентивну реакцію на накопичення системних ризиків у фінансовому секторі впродовж 1990-х років.

Реформа була закріплена у переглянutoму Bank of Korea Act, що набрав чинності у квітні 1998 року. Ключові зміни були структурними: посада голови Ради з монетарної політики перейшла від Міністра фінансів до Голови Банку Кореї, усі члени Ради отримали статус постійних членів з фіксованим терміном повноважень, а мандат банку було сфокусовано на цінovій стабільності як пріоритетній цілі [79]. Одночасно у 1998-1999 роках Корея запровадила режим інфляційного таргетування. Спочатку це відбувалось з широким цільовим діапазоном, проте до 2001 року Корея перейшла до повноцінної системи з оприлюдненням прогнозів і регулярною комунікацією з ринком [75].

Корейський приклад є найціннішим для порівняльного аналізу в контексті цієї роботи. Турецька криза 2018-2023 років демонструє, як систематична ерозія незалежності центрального банку перетворює монетарний інструментарій на генератор нестабільності. Корейський досвід показує дзеркальну динаміку: саме криза стала каталізатором інституційної незалежності ВоК [73]. Обидва кейси

разом підтверджують одну й ту саму тезу з протилежних боків: незалежність центрального банку є не формальною вимогою належного управління, а передумовою ефективності монетарної політики.

На відміну від Польщі, де превентивна й послідовна монетарна політика дозволила уникнути глибокого спаду, Корея пройшла через повноцінну системну кризу з початковими помилками регулятора. Проте все таки досягла швидкого та стійкого відновлення. Вирішальними факторами цього результату стали своєчасне визнання масштабів проблеми, готовність до жорстких короткострокових рішень і послідовне виконання умов стабілізаційної програми [76].

Важливо зазначити, що Банк Кореї, який на початку кризи діяв як залежний від уряду інститут, після її завершення отримав законодавчо закріплену незалежність і перейшов до режиму інфляційного таргетування. Досвід Кореї є важливим для аналізу діяльності Національного банку України, який також формував свою незалежність і перебудовував монетарну політику в умовах серйозних зовнішніх викликів. Саме цьому присвячено наступний розділ роботи.

2.4. Національний банк України в умовах повномасштабного вторгнення: монетарна стратегія стабілізації

Національний банк України є особливим центральним органом державного управління, юридичний статус, завдання, функції та повноваження якого визначаються Конституцією України та Законом України «Про Національний банк України». НБУ здійснює емісію гривні, проводить єдину державну політику в галузі грошового обігу, регулює та наглядає за діяльністю банків і небанківських фінансових установ [60]. Діючи в межах свого мандата, НБУ реалізує роль «архітектора» фінансової екосистеми та досягає своїх цілей шляхом проведення монетарної політики, регулювання діяльності фінансових установ, регулювання платіжного ринку та захисту прав споживачів фінансових послуг [60].

Основними цілями діяльності НБУ є забезпечення цінової стабільності, сприяння фінансовій стабільності та сприяння додержанню стійких темпів

економічного зростання [65]. В умовах повномасштабного вторгнення НБУ оновив свою стратегію розвитку, яка базується на п'яти стратегічних цілях [60]:

- I. «Стійка гривня» – поступове повернення до повноцінного режиму інфляційного таргетування, перехід до гнучкого курсоутворення та послаблення валютних обмежень;
- II. «Фінансова стабільність» – збалансоване регулювання та ризик-орієнтований нагляд за банківськими і небанківськими установами;
- III. «Фінансова система працює на відновлення країни та інтегрується до ЄС» – розвиток кредитного та страхового ринків, гармонізація законодавства з нормами ЄС;
- IV. «Сучасні фінансові послуги» – кібербезпека фінансової системи, розвиток цифрових фінансових послуг та е-гривні;
- V. «Ефективний центральний банк» – розвиток людського капіталу, цифрова трансформація та міжнародна співпраця.

Стратегія передбачає два вектори діяльності: «фокус спротиву» – короткострокові заходи для забезпечення стабільності в умовах війни, та «фокус відновлення» – середньострокові перетворення для відбудови та зростання економіки [60].

Слід зауважити, що до початку повномасштабної агресії 24 лютого Україна дотримувалася режиму інфляційного таргетування у поєднанні з плаваючим курсоутворенням, який функціонував ще з початку 2015 року [61]. Впровадження режиму інфляційного таргетування продемонструвало свою результативність, що спостерігається на рисунку 2.16.



Рисунок 2.16. - Індекс споживчих цін (до відповідного місяця попереднього року, %), 2015-2021 роки

Джерело: складено автором на основі [59]

Таким чином, до початку повномасштабного вторгнення НБУ підійшов як центральний банк з чітким мандатом, операційною незалежністю та сформованою рамкою інфляційного таргетування. Це відрізняє його від турецького ЦБРТ напередодні кризи 2018 року, де незалежність системно руйнувалась під тиском президентського втручання. Інституційна зрілість стала одним із ключових факторів, що дозволили НБУ зберегти довіру ринків навіть в умовах воєнного шоку.

З початком повномасштабної агресії функціонування повноцінного режиму інфляційного таргетування стало неможливим, що змусило НБУ перейти до фіксації обмінного курсу на позначці 29,25 грн за долар США [54]. Паралельно з цим було запроваджено суворі адміністративні обмеження на валютні операції та встановлено жорсткий контроль за транскордонним рухом капіталу [62]. Крім того, задля підтримання обороноздатності держави регулятор був змушений вдатись до емісійного фінансування дефіциту бюджету [62]. Оскільки в умовах екстремальної невизначеності традиційний інструмент облікової ставки втратив свою дієвість, Нацбанк протягом перших місяців війни залишав її незмінною, сконцентрувавшись на проведенні валютних інтервенцій [62].

Така стратегія дозволила НБУ не лише утримувати стабільний курс та покривати дефіцит іноземної валюти, а й суттєво стабілізувати економічні очікування суб'єктів [62]. НБУ вдалось зберегти довіру громадян до національної валюти та монетарної політики в цілому, що стало важливим фактором для підтримання макрофінансової стійкості країни на початку повномасштабного вторгнення [62].

Важливо підкреслити, що для фінансування державних потреб станом на 9 червня 2022 року Національний банк здійснив викуп військових ОВДП на суму 70 млрд гривень. Така необхідність виникла через критичне навантаження на державний бюджет. За умов незмінного або навіть зростаючого обсягу видатків спостерігалось суттєве скорочення надходжень. Цей фінансовий розрив був спричинений зниженням податкового тиску, обмеженими можливостями залучення коштів через ринкові боргові інструменти, а також затримками у отриманні офіційного міжнародного фінансування. [63]. Максимальний обсяг прямого викупу ОВДП у уряду був обмежений сумою у 400 млрд гривень [64].

Водночас така політика спричинила і певні негативні наслідки, насамперед через критичні масштаби грошової емісії, обсяг якої у другому кварталі 2022 року сягнув 205 млрд гривень [64]. Це спровокувало значний тиск на валютний ринок і призвело до скорочення міжнародних резервів. У відповідь на ці виклики регулятор був змушений суттєво підвищити облікову ставку, скоригувати офіційний курс та посилити валютні обмеження. Ситуація почала змінюватися у другому півріччі 2022 року, коли обсяги емісійного фінансування скоротилися на 175 млрд гривень. Паралельно з цим активізувалося надходження зовнішньої допомоги, що дозволило стабілізувати валютний ринок та розпочати відновлення міжнародних резервів. Як наслідок, наприкінці 2022 року рівень резервів навіть перевищив показники, що фіксувалися до початку повномасштабного вторгнення. За рахунок цього, прискорення темпів зростання цін вдалося зупинити на рівні 26,6% за підсумками року. Попри побоювання щодо наслідків жорсткої монетарної політики, реальне падіння економіки виявилось не таким глибоким, як очікувалося, і становило близько 30%, що було кращим за тогочасні прогнози [64].



Рисунок 2.17. - Індекс споживчих цін (до відповідного місяця попереднього року, %), 2023-2026 роки

Джерело: складено автором на основі [59]

На рисунку 2.17 ми бачимо поступове зростання ІСЦ у 2022 році, проте вже 2024 році спостерігається його зниження. Після травня 2024 року ІСЦ поступово починає зростати, але вже через рік знову спостерігається тенденція до спаду. Станом на березень 2026 ІСЦ становить 7,9%, коли в лютому 2026 цей показник становив 7,6%. Загалом за останні три місяці спостерігається великий ріст, коли до того спостерігався спад.



Рисунок 2.18. - Облікова ставка, %, 2015-2026 роки

Джерело: складено автором на основі [59]

З рисунку 2.18. ми бачимо, що 03 червня 2022 року облікова ставка становила 25%. Лише 28 липня 2023 року значення облікової ставки опустилось до 22%. З плином часу спостерігається поступове зниження. Станом на 14 червня 2024 року облікова ставка опустилась до рівня 13% і протрималась до 13 грудня 2024 року. У грудні облікову ставку підняли до 13,50%, а з 24 січня 2025 року відбулось підвищення до 14,50%. На рисунку 2.17. спостерігається підвищення ІСЦ. Свого максимального значення воно набуває з жовтня по грудень 2022 року і становить 26,6%. Згодом ІСЦ починає знижуватись, і набуває мінімального значення в березні 2024 року – 3,2% [59]. Провівши аналіз, можна стверджувати, що НБУ вдалось знизити інфляцію за допомогою високої облікової ставки, яка трималась на рівні 25% з червня 2022 року до липня 2023 року. Станом на жовтень 2023 року значення ІСЦ становило 5,3%, що дало можливість центробанку перейти до керованої гнучкості курсу.

НБУ поступово пом'якшував валютні обмеження [60] і 2 жовтня 2023 року перейшов до режиму керованої гнучкості обмінного курсу [62], щоб курс міг гнучкіше реагувати на зміни зовнішнього середовища.



Рисунок 2.19. - Офіційний курс гривні, грн., 2015-2026 рр.

Джерело: складено автором на основі [54]

З рисунку 2.19 ми бачимо, що до лютого 2022 року курс гривні був плаваючим. Проте з початком повномасштабного вторгнення НБУ зафіксував курс, а 21 липня 2022 року встановив його на рівні 36,57 грн за долар [54]. Фіксований режим діяв до 2 жовтня 2023 року [66], після чого НБУ перейшов до керованої гнучкості – проміжного режиму між фіксованим курсом і повноцінним плаванням.

У вересні 2024 року НБУ зробив наступний крок – запровадив режим гнучкого інфляційного таргетування [67]. Це стало можливим завдяки відновленню дієвості облікової ставки як основного монетарного інструменту та поверненню інфляції як номінального якоря економіки. За своєю логікою новий режим наближається до того, що діяв в Україні до початку війни. Цінова стабільність залишалась основним пріоритетом, фіскального домінування намагаються уникати, а НБУ дотримується принципів прозорості та підзвітності у своїх комунікаціях [62].

Водночас режим гнучкого ІТ має суттєву відмінність від довоєнного. Якщо до лютого 2022 року НБУ утримував інфляцію в діапазоні $5\% \pm 1$ в. п., то наразі ціль має прямувати до 5% на прийнятному горизонті політики [60]. Відповідно до Стратегії НБУ, ключовим індикатором досягнення цілі «Стійка гривня» є утримання середньострокових інфляційних очікувань фінансових аналітиків у діапазоні від 3% до 7% річних [60].

Важливо зазначити, що на початку повномасштабного вторгнення НБУ активно вдавався до валютних інтервенцій, оскільки облікова ставка більше не могла виконувати свою роль повноцінно. Нацбанк використовував валютні обмеження та інші монетарні інструменти [69]. На меті було вплинути на курс національної валюти щодо іноземних валют та на загальний попит грошей і пропозиції в Україні. Важливо зазначити, що валютні інтервенції мали допомагати обліковій ставці, як основному інструменту, а також вплинути на діапазон або рівень обмінного курсу, тобто на динаміку його зміни [69]. Проте «Стратегія валютних інтервенцій Національного банку України», де зазначені всі дії центрального банку щодо врегулювання ситуації на валютному ринку, втратила свою чинність у січні 2025 року [69]. Наразі НБУ задля реалізації цілі «Стійка гривня» має на меті поступові повернення до повноцінного формату інфляційного таргетування, до плаваючого обмінного курсу та зняття валютних обмежень [60].



Рисунок 2.20. - Валютні інтервенції НБУ, млн. дол., 2018-2026 роки

Джерело: складено автором на основі [70]

Аналіз даних свідчить, що до 2021 року Нацбанк переважно викупував валюту, що вказувало на її активне надходження в країну завдяки експортерам чи іноземним інвестиціям, хоча через пандемію COVID-19 обсяги купівлі після 2020 року почали скорочуватися. Проте у 2022 році ситуація докорінно змінилася: задля підтримки стабільності гривні НБУ придбав лише 3267,95 млн. дол, тоді як обсяг

продажів зріс до 26380,59 млн. дол. У 2023 році збереження додатного сальдо говорить про те, що дефіцит іноземної валюти є і надалі. Вже у 2024 році було зафіксовано рекордний рівень продажу у 35186,36 млн. дол., що свідчить про тиск на національну валюту, зумовлений значними військовими витратами, закупівлею імпортованих товарів та відтоком капіталу. У 2025 році НБУ скупив на 36061,32 млн. дол, що близько до рекордного рівня, проте є дещо нижчим значення. Цікаво, що починаючи з 2023 року центральний банк майже перестав скуповувати валюту, що відображає стійкий дефіцит валютних надходжень від приватного сектору. Це свідчить про те, що ринок значною мірою залежить від інтервенцій регулятора, а роль НБУ трансформувалась з регулятора курсових коливань у головного постачальника валюти на підтримку стабільності гривні.



Рисунок 2.21. - Динаміка міжнародних резервів, млрд дол. США в еквіваленті, 2015-2026 рр.

Джерело: складено автором на основі: [55]

З рисунку 2.21 видно, що на початку 2014 року валові міжнародні резерви становили 20,42 млрд дол. США, однак унаслідок активних валютних інтервенцій для підтримки курсу гривні та загострення збройного конфлікту на сході країни вони стрімко скорочувались і у березні 2015 року досягли мінімального значення – 5,63 млрд дол. США. З переходом до плаваючого курсоутворення та залученням

підтримки МВФ резерви поступово відновлювались і до початку 2022 року досягли 30,94 млрд дол. США.

З початком повномасштабного вторгнення резерви знову почали скорочуватись – у серпні 2022 року вони впали до 22,39 млрд дол. США, що пояснюється масштабними продажами іноземної валюти НБУ задля утримання стабільного курсу та компенсації дефіциту валюти у приватному секторі [72]. Починаючи з 2023 року спостерігається стале зростання, зумовлене насамперед надходженням міжнародної фінансової допомоги [72]. У 2024 році резерви збільшились до 43,80 млрд дол. США, що становить приріст на 8,10% [71], а у 2025 році було встановлено рекордний рівень – 57,30 млрд дол. США, тобто зростання на 30,82% порівняно з попереднім роком [72]. У січні 2026 року міжнародні резерви зросли до 57,67 млрд дол. США, що є максимальним значенням за всю історію, проте з часом спостерігається спад. Станом на квітень 2026 року міжнародні резерви становлять 48,2 млрд дол. США [86]. У квітні міжнародні резерви скоротились на 7,3% через валютні інтервенції НБУ та боргові виплати в іноземній валюті. Ці витрати перевищили надходження від розміщення валютних ОВДП та міжнародної допомоги. Попри це, НБУ зазначає, що рівень резервів залишається достатнім для підтримання стабільності валютного ринку [86].

Досвід НБУ у 2022-2025 роках демонструє унікальну конфігурацію антикризової монетарної політики, яка не має прямого аналогу серед розглянутих кейсів. На відміну від Польщі, де NBP діяв превентивно в умовах зовнішньої рецесії зі збереженням усіх монетарних інструментів, і на відміну від Кореї, де криза була фінансовою і вирішувалась через стандартну програму МВФ, НБУ мав проводити монетарну стабілізацію в умовах активних бойових дій, фіскального домінування та системної залежності від зовнішнього фінансування. Те, що за цих умов вдалось утримати інфляцію від гіперінфляційної спіралі, зберегти функціонуючу банківську систему і поступово відновити ринкові механізми курсоутворення – є свідченням як інституційної стійкості НБУ, так і ефективності послідовної, хоча й вимушено нестандартної, монетарної стратегії.

Станом на початок 2026 року монетарна ситуація в Україні залишається суперечливою. З одного боку, валові міжнародні резерви досягли рекордного рівня – 57,30 млрд дол. США у 2025 році, що свідчить про збереження зовнішньої підтримки та певну макрофінансову стійкість. З іншого боку, інфляція знову прискорюється: ІСЦ у березні 2026 року становив 7,9%, що перевищує ціль НБУ у 5%. У відповідь НБУ послідовно підвищував облікову ставку – з 13% у середині 2024 року до 14,5% у січні 2025 року і до 15% у 2026 році, однак обсяги валютних інтервенцій залишаються критично високими – у 2025 році продажі валюти сягнули 36 061,32 млн дол. Це свідчить про те, що інфляційний тиск формується не лише монетарними чинниками, а й фіскальним навантаженням і тривалим воєнним станом, що обмежує дієвість процентного каналу. Саме цю динаміку фіксує Probit-модель, представлена у наступному розділі.

Висновки до Розділу 2

Порівняльний аналіз антикризової монетарної політики чотирьох країн підтвердив, що ефективність дій центрального банку визначається не лише вибором інструментів, а насамперед інституційними умовами їх застосування.

Досвід Польщі 2008-2009 років є прикладом превентивної та послідовної монетарної реакції в умовах зовнішнього шоку. NBP поступово знизив облікову ставку з 6% до 3,5% упродовж восьми місяців, не захищав злотий від девальвації і залучив Гнучку кредитну лінію МВФ на 20,58 млрд доларів, жодного траншу з якої не було використано. Гнучкий курс виконав функцію автоматичного стабілізатора: девальвація злотого на 39% підвищила цінову конкурентоспроможність польського експорту, водночас інфляція залишалась стабільною в межах 2,5-4%. Монетарна політика подіяла одночасно через процентний і валютний канали трансмісії. Результатом стало зростання ВВП на 2,6% у 2009 році. Польща стала єдиною країною ЄС, яка уникнула рецесії. Ключовим чинником цього успіху стала

інституційна незалежність NBP та режим інфляційного таргетування з плаваючим курсом, що забезпечили гнучкість монетарної реакції без втрати довіри ринків.

Турецька криза 2018-2023 років є дзеркальним прикладом наслідків втрати інституційної незалежності центрального банку. За три роки змінилось чотири голови ЦБТ через тиск президентського керівництва. В основі так званої «Турецької економічної моделі» лежало хибне переконання про обернену причинність між ставкою та інфляцією. Зниження облікової ставки з 19% до 14% у серпні-грудні 2021 року в умовах зростаючої інфляції спровокувало масовий перехід заощаджень у іноземну валюту, обвал ліри більш ніж на 100% та прискорення інфляції до піку 85,51% у жовтні 2022 року. Схема валютно-захищених депозитів ККМ дозволила відкласти пік кризи, однак перекладала валютний ризик на державу, накопичуючи приховані борги. Повернення до ортодоксальної монетарної політики після виборів 2023 року дало результат, однак ціною збитку у 3% ВВП та значної інерції інфляційних очікувань.

Республіка Корея 1997-1998 років демонструє, що навіть глибока системна криза з початковими помилками регулятора може завершитись V-подібним відновленням. Причиною стала девальвація тайландського бату, яка запустила вплив капіталу та виснажила резерви ВоК до критичних 7 млрд доларів. Пакет підтримки МВФ обсягом 58 млрд доларів та підвищення міжбанківської ставки до 25,34% стабілізували ринок. Реструктуризація 787 неплатоспроможних фінансових установ і конвертація короткострокового боргу на 22 млрд доларів усунули загрозу дефолту. Результатом стало V-подібне відновлення: падіння ВВП на 4,94% у 1998 і зростання на 11,62% у 1999 році, а резерви відновились до 51,9 млрд доларів за рік. Найважливішим довгостроковим результатом стала інституційна реформа. Bank of Korea Act 1998 року законодавчо закріпив незалежність ВоК і перехід до інфляційного таргетування.

Аналіз діяльності НБУ в умовах повномасштабного вторгнення засвідчив унікальність цього кейсу. До 2022 року НБУ підійшов як інституційно зрілий регулятор з операційною незалежністю та рамкою інфляційного таргетування. Перша фаза антикризової відповіді – фіксація курсу на рівні 29,25 грн за долар,

капітальні обмеження та емісійне фінансування обсягом 205 млрд гривень у другому кварталі 2022 року – стабілізувала очікування в умовах екстремальної невизначеності. Підвищення облікової ставки до 25% у червні 2022 року разом із фіксованим курсом утворили подвійний якір, що стримав інфляцію від гіперінфляційної спіралі. Пікове значення фіксується на рівні 26,6% у жовтні-грудні 2022 року. Поступова нормалізація – перехід до керованої гнучкості курсу у жовтні 2023 року і до гнучкого інфляційного таргетування у вересні 2024 року – підтвердила здатність НБУ відновлювати ринкові механізми навіть в умовах тривалого воєнного стану. Рекордний рівень резервів у 57,30 млрд доларів у 2025 році засвідчив макрофінансову стійкість.

Таким чином, усі чотири кейси підтверджують ключовий висновок: незалежність центрального банку є не формальною вимогою належного управління, а операційною передумовою ефективності монетарної політики. Польща і Корея демонструють цю тезу з боку успіху, Туреччина – з боку провалу, а досвід НБУ показує що інституційна зрілість, сформована до кризи, є вирішальним ресурсом під час неї.

РОЗДІЛ 3.

МОДЕЛЮВАННЯ ІНФЛЯЦІЙНИХ РИЗИКІВ ТА РЕКОМЕНДАЦІЇ ЩОДО МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ НБУ

3.1. Probit-модель раннього попередження інфляційних криз в Україні

Щоб вчасно помітити наближення інфляційної кризи, економісти використовують спеціальні системи раннього попередження, або EWS (Early Warning Systems). Ці моделі аналізують різні показники економіки та допомагають оцінити ймовірність майбутніх потрясінь [50]. Основи таких систем з'явилися ще в кінці 1990-х років після серії фінансових криз. Тоді вчені Камінські, Лізондо та Рейнхарт запропонували «сигнальний підхід» [48]. Його ідея полягає в тому, що для кожного показника обирають критичну межу, і якщо показник її перетинає, система подає сигнал про небезпеку. Проте цей метод має недолік: кожна змінна аналізується окремо. Через це важко оцінити ситуацію загалом і отримати конкретну цифру ризику [49].

Альтернативою став параметричний підхід, де використовують моделі бінарного вибору. Дослідники Берг та Паттілло порівняли обидва методи й з'ясували, що саме такі моделі (зокрема Probit-модель) дають набагато точніші прогнози [49]. Пізніше, у 2005 році, Берг та його колеги підтвердили, що такі параметричні моделі залишаються головним стандартом для прогнозування криз на практиці [50].

Вибір Probit-моделі у цій роботі визначається насамперед природою залежної змінної. Залежна змінна є бінарним індикатором інфляційної кризи, що набуває значення 1 у кризові місяці та 0 в інші. За таких умов застосування моделі лінійної ймовірності (OLS) є методологічно некоректним. Ця модель не гарантує, що прогнозовані значення перебуватимуть у допустимому діапазоні $[0; 1]$, що унеможливорює їх інтерпретацію як ймовірностей [49].

Серед моделей бінарного вибору в літературі розрізняють Logit та Probit. Обидві базуються на концепції прихованої змінної і відрізняються лише формою функції розподілу. Probit використовує кумулятивну функцію стандартного нормального розподілу $N(0,1)$, Logit – логістичного. В EWS-застосуваннях обидві специфікації дають, як правило, близькі результати [49]. Проте Probit є більш поширеним у макроекономічних дослідженнях кризових явищ, оскільки нормальний розподіл є природним припущенням при моделюванні макроекономічних шоків [48, 49].

Для побудови економетричної моделі було відібрано ключові макроекономічні показники, що відображають стан монетарної сфери та зовнішньоекономічної стабільності України. Для моделі було взято місячні дані змінних.

Як залежну змінну було обрано CPI, %. На її основі сформовано бінарний індикатор інфляційної кризи, де значення «1» присвоюється періодам, коли значення інфляції відхиляється на 5% від таргету інфляції, який встановлює НБУ.

Як незалежні змінні було взято реальну облікову ставку (різниця між номінальною обліковою ставкою та CPI), динаміка валютного курсу (місячна зміна курсу USD/UAH у відсотках), зміна валових міжнародних резервів (місячна відсоткова зміна) та dummy-змінна, яка враховує нестабільність економіки, спричинена війною.

Для оцінки ймовірності виникнення інфляційної кризи застосовується модель бінарного вибору (Probit). Математична структура моделі базується на припущенні про існування прихованої змінної Y^* , яка описується наступним рівнянням регресії:

$$Y^* = \beta_0 + \beta_1 RR_{t-9} + \beta_2 \Delta FX_{t-6} + \beta_3 \Delta Res_{t-10} + \beta_4 War_t + \varepsilon_t, \quad (3.1)$$

де Y^* – латентна змінна, що відображає рівень інфляційного тиску в економіці; спостережувана бінарна змінна Y набуває значення 1, якщо $Y^* > 0$, і 0 в іншому випадку

β_0 – константа (вільний член),

RR_{t-9} – реальна облікова ставка з лагом у 9 місяців,

ΔFX_{t-6} – зміна валютного курсу з лагом у 6 місяців;

ΔRes_{t-10} – зміна міжнародних резервів з лагом у 10 місяців;

War_t – фіктивна змінна (dummy), що враховує вплив повномасштабної війни;

ε_t – випадкова помилка, яка має стандартний нормальний розподіл $N(0,1)$.

Лаги для незалежних змінних були обрано не просто так. Для цього було проведено cross-кореляційний аналіз, щоб врахувати інертність економічних процесів та виявити часові затримки, з якими монетарні та курсові чинники впливають на рівень інфляції. Це дозволяє побудувати модель раннього попередження, яка базується на реальних взаємозв'язках у часі.

Результати cross-кореляційного аналізу представлені на рисунках 3.1-3.4. Для кожної незалежної змінної побудовано cross-кореляційну функцію (CCF) відносно річної інфляції CPI на горизонті лагів від 0 до 18 місяців. Пунктирними лініями позначено приблизну межу статистичної значущості на рівні 95%, яка розраховується як $\pm 2/\sqrt{n}$ і дорівнює 0,188, де n – кількість спостережень [49]. Якщо кореляція виходить за цю межу, нульова гіпотеза про відсутність зв'язку відхиляється з імовірністю похибки менше 5%.

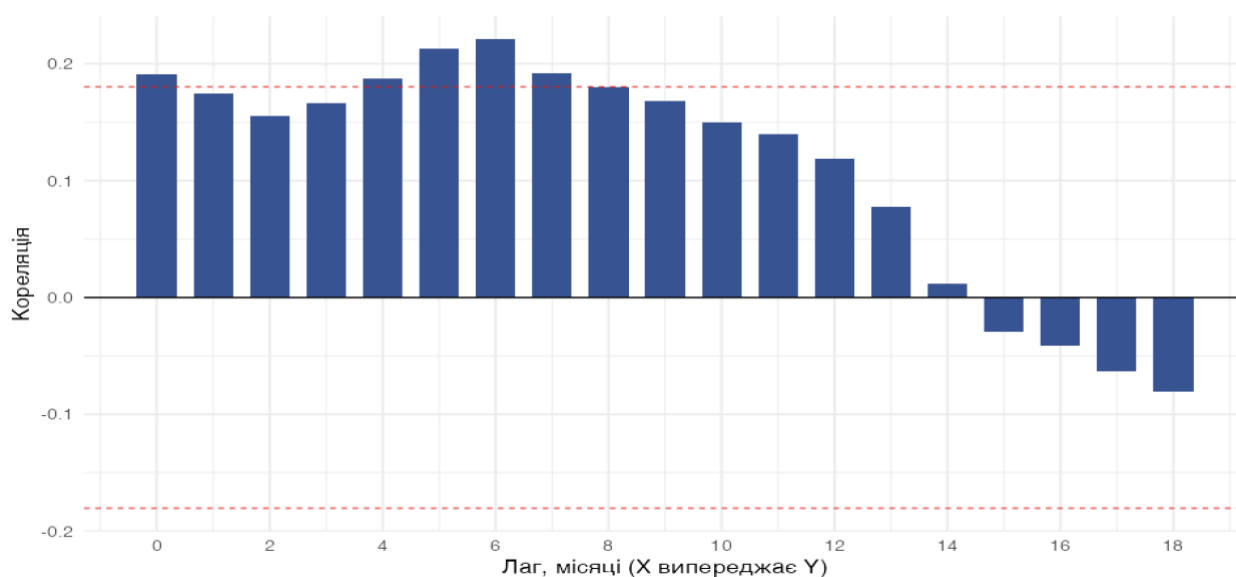


Рисунок 3.1. - Cross-correlation: зміна курсу USD/UAH (%) до CPI YoY

Джерело: складено автором на основі [54], [56], [57], [58], [59].

Рисунок 3.1 ілюструє залежність між місячною відсотковою зміною курсу USD/UAH та рівнем інфляції. Усі стовпці на лагах 0-12 є позитивними, що

підтверджує, що девальвація гривні передує зростанню споживчих цін. Це відображає ефект курсового перенесення.

Пік кореляції зафіксовано на лагу 6 ($r = 0,221$), а найвищі значення спостерігаються в діапазоні лагів 4-8, де кілька стовпців перетинають або впритул наближаються до межі статистичної значущості. Це свідчить про те, що девальвація гривні відображається у рівні споживчих цін із затримкою близько 4-8 місяців, з найбільшим ефектом на 6-му місяці. Саме тому у специфікацію моделі включено змінну ΔFX з лагом 6 місяців. Це значення лагу є економічно обґрунтованим і відповідає емпіричним оцінкам фахівців НБУ (зокрема, О. Фарини) щодо короткострокового горизонту курсового перенесення в Україні [52].

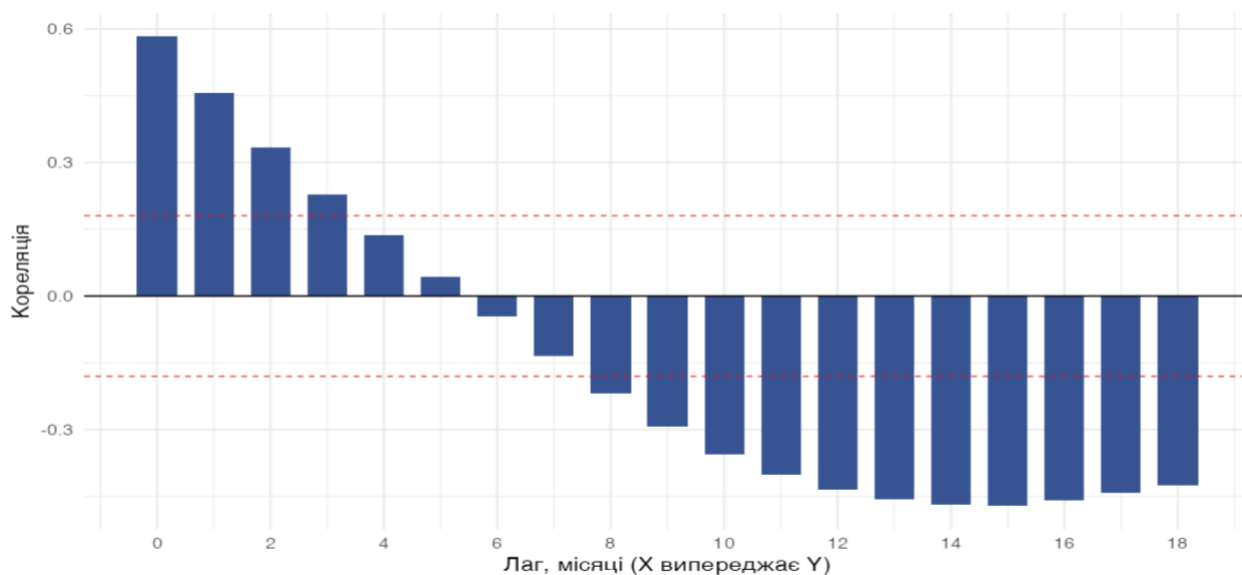


Рисунок 3.2. - Cross-correlation: облікова ставка НБУ (%) до CPI YoY

Джерело: складено автором на основі [53], [56], [57], [58], [59].

Рисунок 3.2 ілюструє проблему ендогенності, а саме чому у моделі використовується не номінальна облікова ставка, а реальна. На перший погляд, картина виглядає парадоксально. Найвища кореляція зафіксована на лагу 0 ($r = 0,582$), а стовпці на лагах 0-4 є великими позитивними і виходять за межу статистичної значущості. Якби ця кореляція відображала монетарну трансмісію, ми мали б зробити висновок, що вища ставка НБУ передує вищій інфляції, тобто підвищення ставки спричиняє зростання цін. Очевидно, що це суперечить економічній теорії.

Кореляція на коротких лагах відображає не вплив ставки на інфляцію, а реакцію НБУ на інфляцію. Регулятор підвищує ставку у відповідь на вже зростаючі ціни. Таким чином, позитивна кореляція на лагу 0 є статистичним відображенням функції реакції НБУ.

Справжній ефект монетарної трансмісії – вплив підвищеної ставки на майбутню інфляцію – видно починаючи з лагу 7, де кореляція змінює знак і стає стійко негативною, а більшість стовпців від лагу 8 виходять за нижню межу значущості. Це означає, що підвищення ставки НБУ сьогодні передбачає нижчу інфляцію через 7-18 місяців.

Використання номінальної ставки з лагом 0 у Probit-моделі призвело б до некоректного результату. Модель «вивчила» б зворотну залежність і отримала хибний позитивний коефіцієнт. Тому замість номінальної використовується реальна ставка (різниця між номінальною ставкою та інфляцією), що частково нейтралізує ендогенність, адже саме реальна ставка показує, наскільки жорсткою є політика центробанку відносно поточного зростання цін.

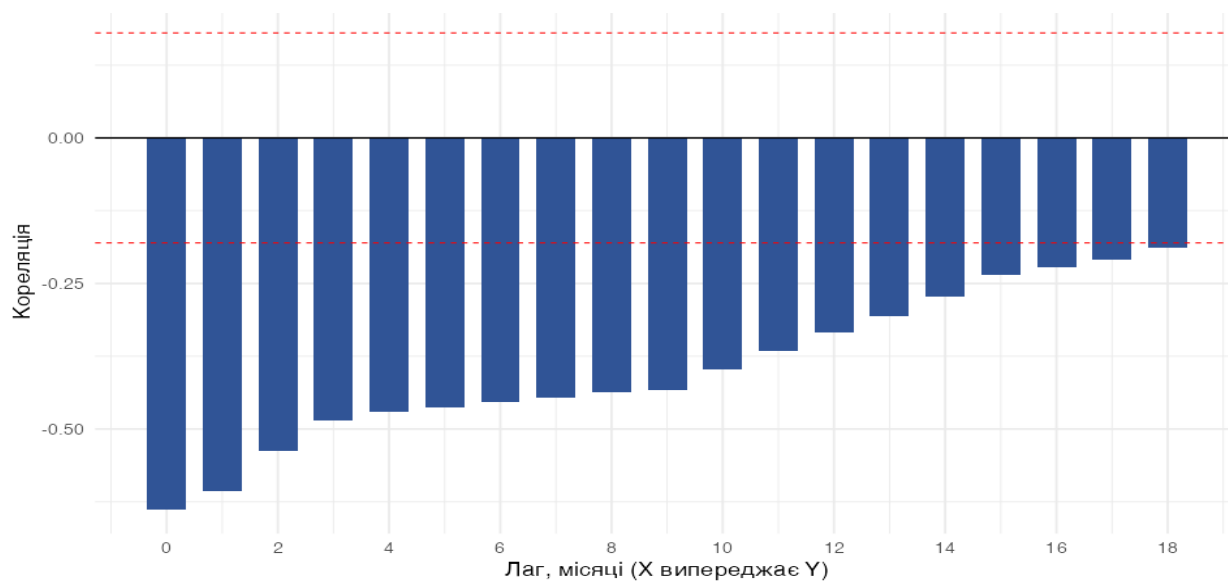


Рисунок 3.3. - Cross-correlation: реальна ставка НБУ (%) до CPI YoY

Джерело: складено автором на основі [53], [56], [57], [58], [59].

Рисунок 3.3 відображає cross-кореляційну функцію між реальною обліковою ставкою НБУ та річною інфляцією. Усі стовпці є негативними на всьому горизонті від 0 до 18 місяців. Це показує, що вища реальна ставка передуює нижчій інфляції незалежно від обраного горизонту.

Найвища за абсолютним значенням кореляція зафіксована на лагу 0 ($r = -0,639$), однак, як зазначалося при аналізі попереднього графіку, кореляція на нульовому лагу не може інтерпретуватися як причинний ефект. Реальна ставка обчислюється як різниця між номінальною ставкою та поточною інфляцією, тому висока інфляція автоматично знижує реальну ставку навіть без будь-яких дій НБУ. Через це кореляція на лагу 0 є математичною тотожністю, а не відображенням монетарної трансмісії.

Починаючи з лагу 3, на графіку видно полого плато негативних значень у діапазоні від $-0,35$ до $-0,45$ на лагах 3-11. На цьому діапазоні більшість кореляцій є статистично значущими, або є стовпці є наближеними до нижньої межі статистичної значущості. Це свідчить про те, що жорсткіша монетарна політика сьогодні стійко передбачає нижчу інфляцію через 3-11 місяців.

Вибір лагу 9 ґрунтується на двох критеріях. По-перше, він відповідає теоретичному горизонту дії процентного каналу монетарної трансмісії – 2-4 квартали, що є стандартною оцінкою для країн з ринками, що розвиваються [48]. По-друге, лаг 9 знаходиться в центрі діапазону стійких значень (лаги 6-12). Вибір центрального значення діапазону є стандартною практикою в EWS-дослідженнях для забезпечення стійкості результатів [48].

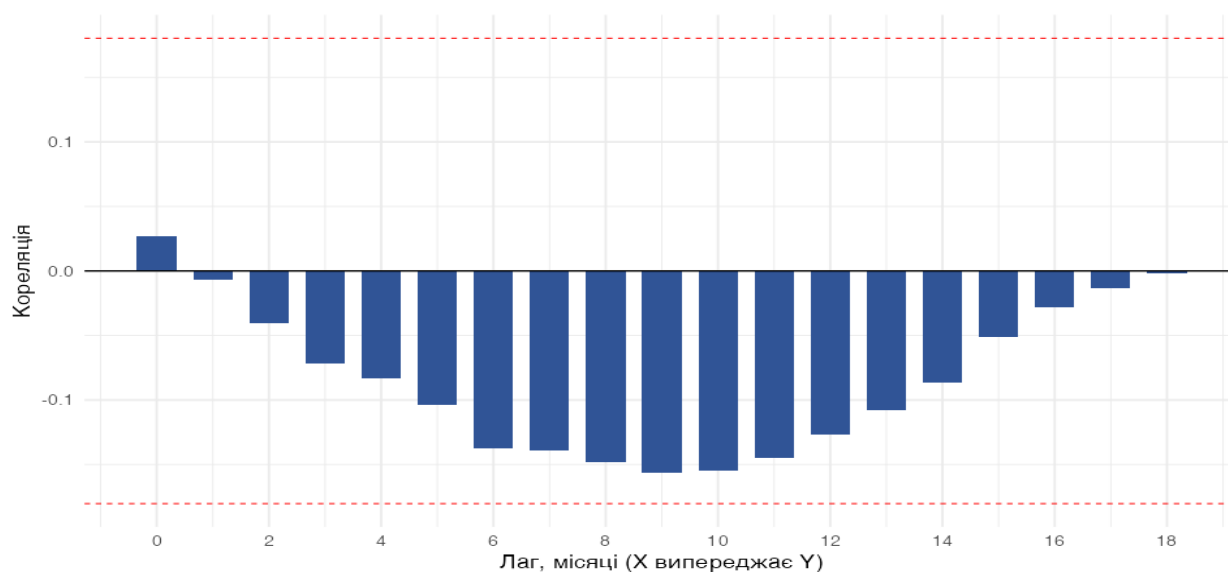


Рисунок 3.4. - Cross-correlation: зміна валових міжнародних резервів (%) до CPI YoY

Джерело: складено автором на основі [55], [56], [57], [58], [59].

Рисунок 3.4 відображає cross-кореляційну функцію між місячною відсотковою зміною валових міжнародних резервів НБУ та річною інфляцією. Загальна картина суттєво відрізняється від попередніх графіків. Абсолютні значення кореляцій є значно меншими і жоден стовпець не виходить за межу статистичної значущості $\pm 0,188$. Це вже на етапі попереднього аналізу сигналізує про те, що зміна резервів є слабшим предиктором інфляції порівняно з реальною ставкою та курсом.

Проте результати можуть бути економічно інтерпретованим. На лагу 0 кореляція слабо позитивна (+0,024), проте починаючи з лагу 2 вона стає стійко негативною і залишається такою аж до лагу 16. Це можна пояснити, оскільки зростання резервів сьогодні передуює нижчій інфляції в майбутньому, тоді як їх скорочення – вищій. Це пояснюється тим, що резерви виконують роль буфера. Якщо їх достатньо, НБУ може вчасно виходити на ринок з інтервенціями, щоб стримувати падіння гривні. Це не дає курсу різко зрости, а отже – зупиняє ріст цін на товари.

Пік кореляції зафіксовано на лагу 9 ($r = -0,156$), а найбільше значення кореляції спостерігається на лагах 6-12 з відносно стабільними значеннями в

діапазоні від -0,12 до -0,16. З огляду на це, у специфікацію моделі включено змінну ΔRes з лагом 10 місяців. Лаг 10 обрано замість лагу 9, на якому зафіксовано пік кореляції ($r = -0,156$), щоб уникнути збігу в часі з реальною ставкою, що входить до моделі з лагом 9. Розведення лагів між предикторами знижує ризик мультиколінеарності між двома незалежними змінними, які можуть корелювати між собою і спотворити оцінки коефіцієнтів.

Слабкість кореляції та відсутність статистично значущих стовпців не є підставою для виключення змінної з моделі. По-перше, знак кореляції є правильним і стабільним на широкому горизонті лагів, що свідчить про наявність економічно значущого зв'язку навіть за відносно невеликих числових значень. По-друге, включення змінної резервів забезпечує теоретичну повноту моделі, оскільки разом з реальною ставкою і курсом вона охоплює три ключові фактори монетарної стабільності – процентний, валютний та резервний.

За результатами cross-кореляційного аналізу було сформовано фінальну специфікацію Probit-моделі з чотирма незалежними змінними та відповідними лагами. Оцінювання проводилось на вибірці з 113 місячних спостережень.

Параметри Probit-моделі оцінюються методом максимальної правдоподібності (Maximum Likelihood Estimation, MLE). Метод полягає у пошуку таких значень коефіцієнтів β , при яких спільна ймовірність отримати фактично спостережуваний набір значень залежної змінної Y є максимальною. Алгоритм ітеративно перебирає комбінації коефіцієнтів, оцінюючи на кожному кроці функцію правдоподібності, і зупиняється у точці її максимуму [51]. На відміну від методу найменших квадратів, MLE не потребує лінійності між Y і X .

Було побудовано три моделі. У першій моделі ми оцінювали весь горизонт, проте не враховуючи *dumtmy*-змінну. У другій моделі відбувалась оцінка всього горизонту, уже з врахуванням *dumtmy*-змінної. У третій ж моделі було прийнято рішення оцінити лише мирний час, щоб перевірити, чи зберігається ефект реальної ставки незалежно від воєнного шоку. Результати оцінювання трьох специфікацій моделі наведено в таблиці 3.1.

Таблиця 3.1. Результати трьох Probit моделей

Змінна	Model 1 (базова)	Model 2 (основна)	Model 3 (мирний час)
Константа	0,196	-0,105	-0,103
Реальна ставка (лаг 9)	-0,097	-0,096	-0,104
Зміна курсу (лаг 6)	+0,122	+0,115	+0,102
Зміна резервів (лаг 10)	-0,022	-0,024	+0,003
War dummy	-	+0,678	-
N	113	113	63

Джерело: складено автором на основі [53], [54], [55], [56], [57], [58], [59]

Важливо зазначити, що на жирний шрифт виділено значення, чий p-value є менше ніж 0.05, тобто коефіцієнти є статистично значущими. Аналіз результатів оцінювання дозволяє зробити кілька спостережень.

Реальна ставка (лаг 9) є єдиним монетарним предиктором, що демонструє стійку статистичну значущість у всіх трьох специфікаціях на рівні $p < 0,01$. Коефіцієнт стабільно перебуває в діапазоні від -0,096 до -0,104 незалежно від включення war dummy та складу вибірки. З результатів бачимо, що жорсткіша монетарна політика 9 місяців тому знижує поточну ймовірність інфляційної кризи. Те, що коефіцієнт ставки залишається стабільним у другій і третій моделях, – це основний доказ надійності розрахунків. Це підтверджує, що реальна ставка впливає на ціни не через воєнний хаос, а тому що так працює економіка сама по собі. Фактично, ми довели, що цей зв'язок є фундаментальним і діяв би навіть у мирний час, а війна його не «зламала».

War dummy у Model 2 має коефіцієнт +0,678, значущий на рівні $p < 0,01$. Це означає, що для всіх місяців починаючи з лютого 2022 латентна змінна Y автоматично зростає на 0,678 одиниць стандартного відхилення нормального розподілу. Проте це не ймовірність, а умовні одиниці нормального розподілу.

Також варто зазначити, що цей коефіцієнт не є вхідним параметром. Він знайдений алгоритмом MLE як значення, що найкраще пояснює структурний розрив між мирним і воєнним підперіодами у даних.

Зміна курсу (лаг 6) має правильний позитивний знак у всіх специфікаціях, проте статистична значущість нестійка: у Model 1 вона значуща на рівні 10% ($p = 0,09$), тоді як у Model 2 і Model 3 не досягає навіть цього порогу. Це свідчить про те, що валютний канал є реальним, але його ефект частково поглинається іншими предикторами при спільному включенні до моделі.

Зміна резервів (лаг 10) не є значущою в жодній специфікації. Більше того, у Model 3 коефіцієнт змінює знак з від'ємного на позитивний (+0,003), що вказує на нестійкість оцінки. Цей результат підтверджує висновок cross-кореляційного аналізу. Зміна резервів є слабким самостійним предиктором в умовах України, хоча її включення забезпечує теоретичну повноту специфікації.

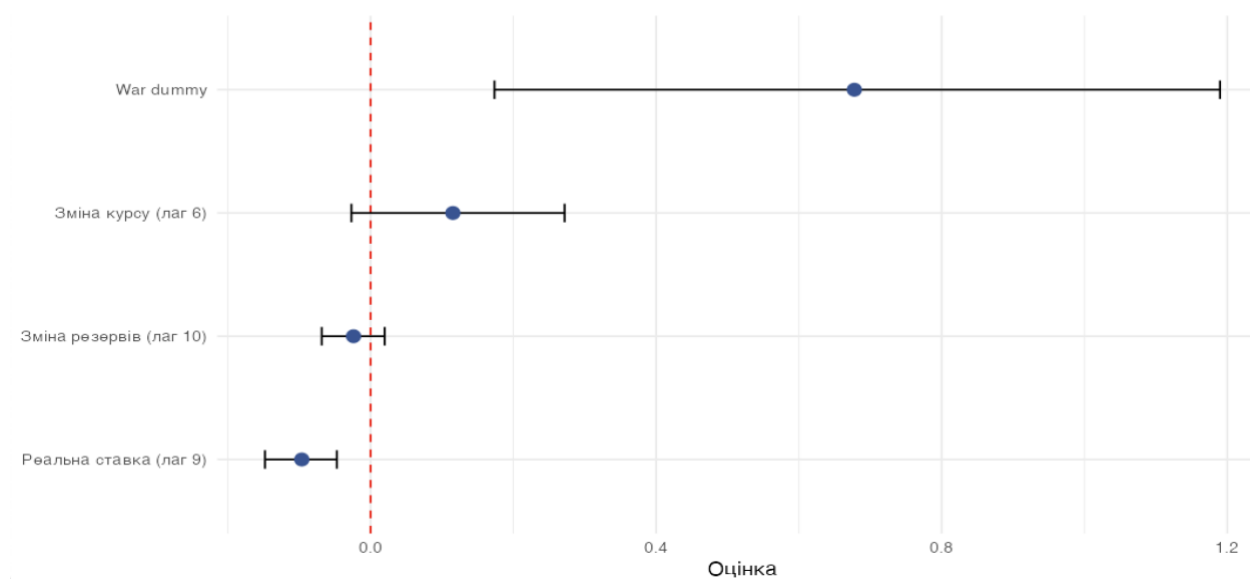


Рисунок 3.5. - Коефіцієнти Probit-моделі з 95% довірчими інтервалами

Джерело: складено автором на основі [53], [54], [55], [56], [57], [58], [59]

Рисунок 3.5 відображає оцінені коефіцієнти основної специфікації моделі (Model 2) з 95% довірчими інтервалами. Кожна точка відповідає оцінці коефіцієнта при відповідній змінній, горизонтальна лінія – ширині довірчого інтервалу. Червона пунктирна вертикаль позначає нульове значення. Тобто якщо довірчий інтервал змінної не перетинає нуль, то коефіцієнт є статистично значущим на рівні 5%.

Таблиця 3.2. Ефект граничної зміни

Змінна	Коефіцієнт	AME
Реальна ставка (лаг 9)	-0.096	-3.07 п.п.
Зміна курсу (лаг 6)	+0.115	+3.67 п.п.
Зміна резервів (лаг 10)	-0.024	-0.76 п.п.
War dummy	+0.678	+21.6 п.п.

Джерело: складено автором на основі [53], [54], [55], [56], [57], [58], [59]

Реальна ставка (лаг 9) демонструє найбільш виражений і статистично надійний ефект серед усіх предикторів. Оцінка коефіцієнта становить -0,096, довірчий інтервал повністю розташований ліворуч від нуля і є відносно вузьким, що свідчить про високу точність оцінки. Від'ємний знак підтверджує теоретично очікуваний напрям. Вища реальна ставка 9 місяців тому знижує поточну ймовірність інфляційної кризи. Граничний ефект (Average Marginal Effect) цієї змінної становить -3,07 процентного пункту, тобто збільшення реальної ставки на 1 п.п. знижує ймовірність кризи на 3,07 п.п.

War dummy має найбільший за абсолютним значенням коефіцієнт серед усіх змінних – 0,678, – і його довірчий інтервал також не перетинає нуль, хоча є значно ширшим, ніж у реальної ставки. Широкий інтервал відображає суттєву невизначеність щодо точної величини воєнного шоку. Він є безпрецедентним за масштабом і не має аналогів у вибірці, що ускладнює його статистичну оцінку. Незважаючи на це, значущість коефіцієнта підтверджена на рівні $p = 0,009$. Граничний ефект war dummy становить +21,6 процентного пункту – це означає, що повномасштабне вторгнення структурно підвищує ймовірність інфляційної кризи на 21,6 п.п. незалежно від поточних значень монетарних змінних. Цей результат дає змогу стверджувати, що повна нормалізація інфляційної ситуації в Україні неможлива виключно монетарними інструментами за умов тривання воєнного стану.

Зміна курсу (лаг 6) має позитивний коефіцієнт 0,115, що відповідає очікуваному напрямку – девальвація гривні передую зростанню інфляції. Однак довірчий інтервал перетинає нуль, що свідчить про статистичну незначущість на

рівні 5% ($p = 0,130$). Це не означає відсутності валютного каналу трансмісії – cross-кореляційний аналіз підтвердив його існування – а лише вказує на те, що при контролі за реальною ставкою і *war dummy* його додатковий внесок у прогностичну здатність моделі виявляється статистично невиразним на наявній вибірці. Збільшення зміни курсу на 1 п.п. збільшує ймовірність кризи на 3.67 п.п.

Зміна резервів (лаг 10) демонструє від'ємний коефіцієнт -0,024 з правильним теоретичним знаком, проте найвужчий серед усіх змінних довірчий інтервал практично симетрично перетинає нуль ($p = 0,296$). Цей результат узгоджується з висновками cross-кореляційного аналізу, де жоден стовпець не досягав межі статистичної значущості. Зміна резервів є слабким самостійним предиктором інфляції у контексті українських даних, хоча її включення до моделі забезпечує теоретичну повноту специфікації. Збільшення зміни резервів на 1 п.п. зменшує ймовірність кризи на -0.76 п.п.

Загальний висновок з рисунку 3.5 підтверджує ієрархію каналів монетарної трансмісії в Україні. Процентний канал (реальна ставка) є домінантним і статистично надійним, тоді як валютний канал і канал резервного буфера фіксуються як тенденції з правильним знаком, але не досягають рівня статистичної значущості в рамках наявної вибірки. Структурний шок повномасштабного вторгнення виокремлюється як самостійний і значущий чинник, що принципово відрізняє воєнний підперіод від загальної динаміки монетарної трансмісії.

Для оцінки прогностичної якості моделі побудовано ROC-криву (Receiver Operating Characteristic curve) та розраховано площу під нею – показник AUC (Area Under the Curve).

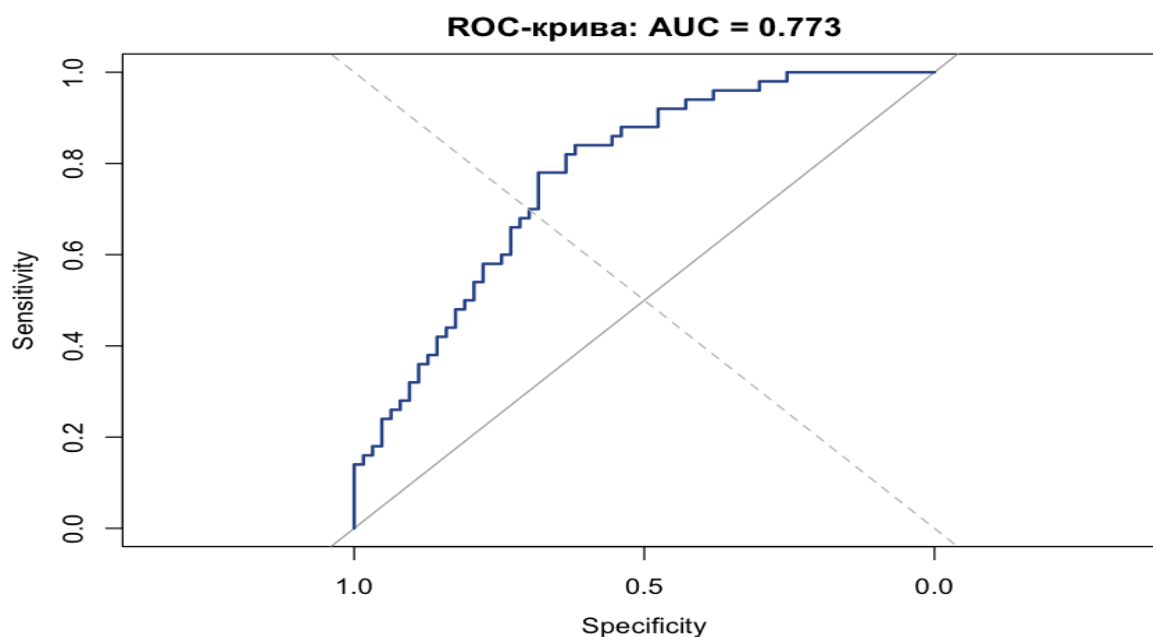


Рисунок 3.6. - ROC-крива Probit-моделі (Model 2)

Джерело: складено автором на основі [53], [54], [55], [56], [57], [58], [59]

ROC-крива є стандартним інструментом оцінки бінарних класифікаторів, що отримав широке застосування в літературі з EWS-моделювання фінансових криз [50]. Вона будується шляхом відображення пар значень чутливості (sensitivity – частка правильно ідентифікованих кризових місяців) та (1 - specificity) – частки місяців без кризи, помилково класифікованих як кризові – при всіх можливих порогових значеннях класифікації від 0 до 1 [49].

Площа під ROC-кривою (AUC) є інтерпретованим зведеним показником якості моделі. Вона дорівнює ймовірності того, що модель присвоїть вищу передбачену ймовірність кризи довільно обраному кризовому місяцю порівняно з довільно обраним некризовим [50]. Значення $AUC = 0,5$ відповідає «наївній» моделі, що класифікує спостереження випадково – саме це відображає сіра діагональна лінія на графіку. Значення $AUC = 1,0$ означає ідеальне розділення класів. У практиці EWS-досліджень значення AUC в діапазоні 0,7-0,8 вважається прийнятним результатом для макроекономічних моделей раннього попередження [51]. Отримане значення $AUC = 0,773$ означає, що у 77,3% випадків модель правильно ранжує довільно обраний кризовий місяць вище за некризовий.

При класифікації з пороговим значенням 0,5 модель правильно ідентифікує 58% кризових місяців (sensitivity) та 78% місяців без кризи (specificity),

забезпечуючи загальну точність класифікації 69%. Відносно вища specificity порівняно з sensitivity свідчить про те, що модель є дещо консервативною. Тобто модель надійніше розпізнає стабільність, але часто пропускає початок реальних проблем. Було обрано поріг 0,5, оскільки це стандартне значення для первинної оцінки якості бінарних класифікаторів у EWS-літературі, що забезпечує порівнянність результатів [50].

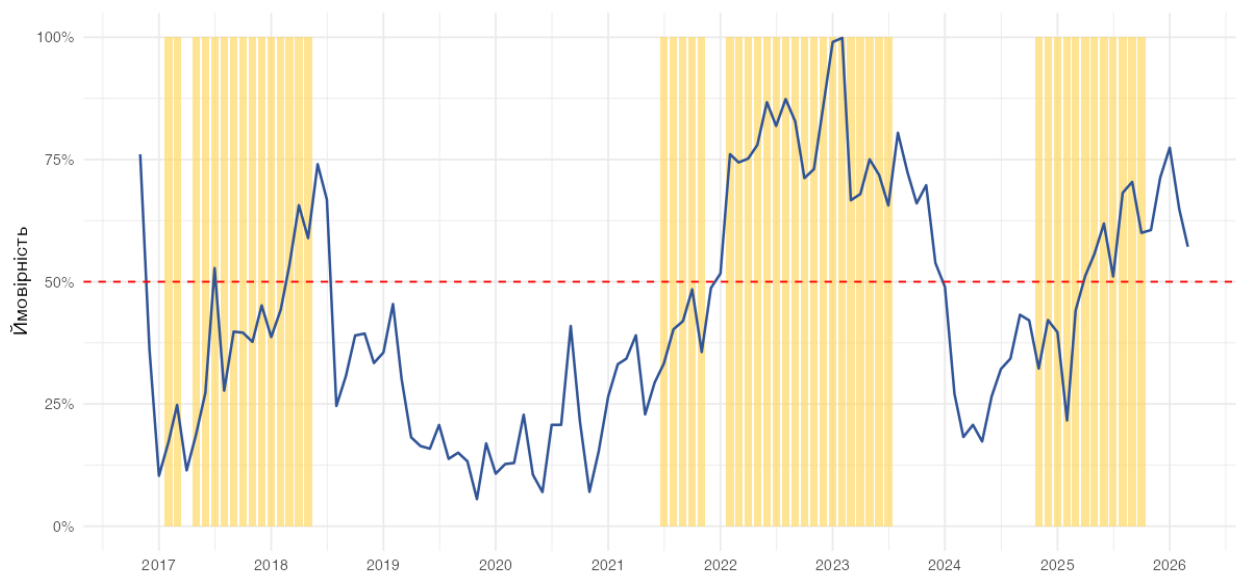


Рисунок 3.7. - In-sample прогнози Probit-моделі

Джерело: складено автором на основі [53], [54], [55], [56], [57], [58], [59]

Рисунок 3.7 відображає результати in-sample прогнозування – передбачені моделлю щомісячні ймовірності інфляційної кризи (синя лінія) у зіставленні з фактичними кризовими епізодами (жовті стовпці, $Y = 1$) за період 2016-2026 років. Червона пунктирна лінія позначає порогове значення класифікації 0,5, оскільки це стандартне значення для первинної оцінки якості бінарних класифікаторів у EWS-літературі, що забезпечує порівнянність результатів [50]. Місяці, де синя лінія перетинає цей поріг знизу вгору, модель класифікує як початок кризового епізоду.

Аналіз графіку дозволяє виділити п'ять характерних періодів, кожен з яких відображає певну фазу монетарного циклу в Україні.

1. 2016-початок 2017 року: передбачена ймовірність на початку спостережень є помірно підвищеною (40-75%), що відображає інфляційну кризу 2014-2015 років. У той час реальна ставка залишалась глибоко від'ємною, а курсові

потрясіння продовжували транслюватись у ціни. Фактичні кризові місяці присутні на початку вибірки, і модель їх ідентифікує.

2. 2017-перша половина 2018 року: ймовірність знову зростає до 60-75% і жовті стовпці фіксуються, отже модель правильно ідентифікує інфляційний сплеск цього періоду. У 2017-2018 роках інфляція знову перевищила ціль НБУ – через зростання тарифів, споживчого попиту та тиску на гривню. НБУ відреагував підвищенням облікової ставки до 18% у 2018 році. Це дозволило повернути інфляцію до цільового рівня вже у 2019 році.
3. 2019-2021 роки: передбачена ймовірність стрімко знижується і стійко утримується в діапазоні 5-25%. Жовтих стовпців немає. Період 2019-2021 років став першим стабілізаційним епізодом в історії українського інфляційного таргетування. НБУ послідовно знижував облікову ставку – з 18% у 2018 до 6% у 2020 році – у відповідь на уповільнення інфляції та економічний вплив пандемії COVID-19. Реальна ставка зберігалась на позитивному рівні, інфляційні очікування поступово заякорювались, а інфляція утримувалась поблизу цілі 5%. Цей період підтвердив дієвість режиму ІТ в умовах відносної макроекономічної стабільності.
4. 2022-2023 роки: передбачена ймовірність стрімко зростає і сягає 85-100% в пік кризи. Жовті стовпці охоплюють весь цей період. Різкий стрибок ймовірності у лютому 2022 року пояснюється активацією dummy-змінної повномасштабного вторгнення, яка структурно зсуває кризовий режим, а також різкою девальвацією гривні і стрімким зростанням інфляції через початок повномасштабного вторгнення. Це найбільш виражений кризовий епізод у вибірці.
5. 2024 рік: передбачена ймовірність різко падає до 20-35% – модель фіксує монетарну стабілізацію. НБУ утримував реальну ставку на позитивному рівні, інфляція знизилась нижче порогового значення. Жовтих стовпців у цей період немає.
6. 2025-2026 роки: ймовірність знову зростає і станом на березень 2026 року перебуває в діапазоні 55-75%, перевищуючи поріг 50%. Жовті стовпці

повертаються. Це відображає відновлення інфляційного тиску, а саме прискорення споживчих цін на тлі продовження воєнного стану і фіскального тиску. Поточний прогноз моделі свідчить про збереження підвищеного ризику інфляційної кризи в найближчі місяці.

Загальна картина графіку демонструє, що модель задовільно відтворює основні фази інфляційного циклу в Україні. Вона не лише реагує на кризи постфактум, а й завчасно сигналізує про зростання ризику через зміну монетарних умов, зафіксовану в лагованих змінних.

3.2. Рекомендації щодо монетарної політики НБУ на основі порівняльного аналізу

Порівняльний аналіз антикризової монетарної політики Польщі, Туреччини та Республіки Корея у поєднанні з результатами Probit-моделі дозволяє сформулювати конкретні рекомендації для Національного банку України.

Ключовим висновком порівняльного аналізу є те, що ефективність монетарної політики визначається не лише вибором інструментів, а насамперед інституційними умовами їх застосування. Турецький досвід демонструє, що систематичне порушення незалежності центрального банку через кадрові втручання та публічний тиск на монетарні рішення призводить до блокування процентного та інфляційно-очікувального каналів трансмісії. Наслідком стає некерована інфляційна спіраль, подолання якої вимагає значно жорсткішого монетарного стиснення і більших економічних витрат, ніж превентивне підтримання незалежності.

Корейський кейс демонструє, що криза 1997-1998 років стала каталізатором законодавчого закріплення незалежності ВоК, що безпосередньо сприяло відновленню ВВП. НБУ підійшов до 2022 року з операційною незалежністю та законодавчо закріпленим мандатом цінової стабільності – цей здобуток має бути збережений і захищений від будь-яких форм політичного тиску як у воєнний, так і у повоєнний період. Також цей досвід показує, що швидке відновлення резервів –

з 7 до 48,5 млрд доларів протягом року – є не лише індикатором стабілізації, а й самостійним фактором відновлення ринкової довіри. Достатній рівень резервів дозволяє центральному банку проводити стабілізуючі інтервенції на валютному ринку без виснаження буфера ліквідності, що особливо критично в умовах структурного дефіциту валютних надходжень від приватного сектору.

Результати Probit-моделі однозначно підтверджують домінування процентного каналу монетарної трансмісії в Україні. Реальна облікова ставка є єдиним статистично значущим монетарним предиктором інфляційної кризи у всіх трьох специфікаціях моделі, а збільшення реальної ставки на 1 п.п. знижує ймовірність кризи на 3,07 п.п. Лише за умови позитивної реальної ставки депозити в національній валюті зберігають привабливість для домогосподарств і бізнесу, що стримує попит на іноземну валюту та обмежує девальваційний тиск. Турецький приклад є прямим підтвердженням зворотного сценарію. Від'ємна реальна ставка стимулює переведення заощаджень у валюту, посилює девальвацію та через канал курсового перенесення прискорює інфляцію. НБУ має утримувати реальну ставку на позитивному рівні навіть в умовах поступового зниження номінальної ставки. Зокрема, забезпечуючи, що темп зниження ставки не випереджає темп зниження інфляції.

Польський досвід 2008-2009 років демонструє, що саме поєднання режиму інфляційного таргетування з гнучким курсоутворенням дозволяє центральному банку одночасно задіяти процентний і валютний канали трансмісії. Гнучкий курс виконує функцію автоматичного стабілізатора. НБУ вже здійснив перехід до гнучкого інфляційного таргетування у вересні 2024 року, що є правильним напрямом. Наступним кроком має стати поступове послаблення валютних обмежень у міру стабілізації платіжного балансу та відновлення достатнього рівня резервів – що відповідає стратегічній цілі «Стійка гривня».

Досвід України у 2022 році підтверджує, що пряма емісія коштів для покриття військових витрат створює інфляційний тиск, який важко контролювати стандартними монетарними інструментами. Збільшення грошової маси без відповідного зростання товарної пропозиції підвищує номінальний попит, що в

умовах обмежених виробничих можливостей воєнної економіки спричиняє прискорення інфляції. Максимальний обсяг емісійного фінансування у другому кварталі 2022 року сягнув 205 млрд гривень, що стало одним із ключових чинників інфляційного прискорення до 26,6%. Скорочення емісійного фінансування у другому півріччі 2022 року у поєднанні з підвищенням облікової ставки дозволило зупинити подальше прискорення цін. Цей досвід свідчить про те, що дефіцит державного бюджету має фінансуватись переважно через ринкові боргові інструменти та зовнішню допомогу. Це відповідає як принципам операційної незалежності НБУ, так і результатам Probit-моделі, які підтверджують домінування процентного каналу над фіскальним у визначенні інфляційних ризиків.

Таким чином, рекомендації для НБУ формують єдину стратегічну логіку: збереження інституційної незалежності як операційної передумови, підтримання позитивної реальної ставки як домінантного антиінфляційного інструменту, послідовне відновлення ринкових механізмів курсоутворення та скорочення фіскального домінування. Досвід Польщі, Кореї та Туреччини свідчить, що саме ця конфігурація – а не окремий інструмент – визначає здатність центрального банку забезпечити макроекономічну стабілізацію як в умовах кризи, так і в процесі відновлення.

Окремої уваги заслуговує питання монетарної стратегії НБУ в контексті повоєнного відновлення. Досвід Республіки Корея демонструє, що саме відновлення експортного каналу стало одним із ключових факторів V-подібного зростання після кризи 1997-1998 років. Девальвація вона підвищила цінову конкурентоспроможність корейських товарів і забезпечила потужний експортний імпульс. Для України аналогічну роль може відіграти поєднання керованої гнучкості курсу з відновленням виробничих потужностей і нарощуванням експорту як ключового джерела валютних надходжень.

Залучення іноземних інвестицій у повоєнний період потребуватиме від НБУ збереження стабільного та передбачуваного монетарного середовища. Інвестори, ухвалюючи рішення про вхід на ринок, орієнтуються насамперед на цінову стабільність, валютну передбачуваність та інституційну незалежність

центрального банку. Польський досвід підтверджує: саме репутація NBP як незалежного і відповідального регулятора стала одним із чинників, що забезпечили Польщі статус найпривабливішого напрямку для прямих іноземних інвестицій у Центральній Європі після 2008 року. Для НБУ аналогічна репутаційна стійкість є стратегічним активом, який необхідно не лише зберегти, але й послідовно зміцнювати через прозору комунікацію, дотримання інфляційного таргету і незалежність монетарних рішень від фіскальних потреб уряду.

Слід відзначити, що дії НБУ в умовах повномасштабного вторгнення заслуговують високої оцінки. Збереження функціонуючої банківської системи в умовах активних бойових дій, утримання інфляції від гіперінфляційної спіралі попри масштабне емісійне фінансування у 2022 році, поступова нормалізація монетарного режиму та накопичення рекордного рівня резервів у 57,30 млрд дол. США у 2025 році – все це свідчить про інституційну зрілість регулятора та спроможність проводити ефективну монетарну політику навіть в екстремальних умовах. Жоден з розглянутих кейсів – ані польський, ані турецький, ані корейський – не стикався з таким поєднанням одночасних шоків: руйнування виробничої бази, масовий вплив населення, повна перебудова бюджетних пріоритетів і тривала залежність від зовнішнього фінансування. Те, що за цих умов НБУ зберіг операційну незалежність і послідовно рухається до відновлення ринкових механізмів є найціннішим інституційним здобутком, який стане фундаментом повоєнного відновлення.

Висновки до Розділу 3

Третій розділ присвячено двом взаємопов'язаним завданням: побудові Probit-моделі раннього попередження інфляційних криз для України та формулюванню рекомендацій для НБУ на основі результатів моделювання і порівняльного аналізу міжнародного досвіду.

Для побудови моделі було використано місячні дані за 2016-2026 роки – 113 спостережень. Залежна змінна – бінарний індикатор інфляційної кризи, що набуває значення 1, коли інфляція відхиляється від таргету НБУ більш ніж на 5%. Вибір незалежних змінних і їхніх лагів здійснено на основі крос-кореляційного аналізу, що дозволило врахувати інертність економічних процесів і виявити реальні часові затримки монетарної трансмісії. Девальвація гривні впливає на інфляцію з лагом 6 місяців – через канал курсового перенесення. Реальна облікова ставка включена з лагом 9 місяців – відповідно до теоретичного горизонту дії процентного каналу у 2-4 квартали. Зміна валових міжнародних резервів включена з лагом 10 місяців. Використання реальної, а не номінальної ставки обґрунтоване проблемою ендогенності. Номінальна ставка корелює з інфляцією на нульовому лагу через функцію реакції НБУ, а не через монетарну трансмісію.

Модель оцінювалась у трьох специфікаціях: базовій – без war dummy, основній – з war dummy, та специфікації мирного часу на 63 спостереженнях. Ключовим результатом є те, що реальна облікова ставка є єдиним статистично значущим монетарним предиктором інфляційної кризи у всіх трьох специфікаціях. Збільшення реальної ставки на 1 п.п. знижує ймовірність інфляційної кризи на 3,07 п.п., що підтверджує домінування процентного каналу монетарної трансмісії в Україні. War dummy показала маргінальний ефект +21,6 п.п., що свідчить про структурний характер інфляційного тиску в умовах воєнного стану, який не може бути повністю нейтралізований монетарними інструментами. Якість моделі підтверджена значенням $AUC = 0,773$, що відповідає прийнятному рівню для макроекономічних EWS-моделей. Графік передбаченої ймовірності коректно ідентифікує всі основні кризові епізоди у вибірці. Станом на березень 2026 року модель фіксує підвищений ризик інфляційної кризи у діапазоні 55–75%.

На основі результатів моделювання та порівняльного аналізу сформульовано чотири ключові рекомендації для НБУ. По-перше, збереження інституційної незалежності як операційної передумови ефективності монетарної політики – турецький і корейський досвід підтверджують цю тезу з протилежних боків. По-друге, підтримання позитивної реальної облікової ставки як домінантного

антиінфляційного інструменту, оскільки результати Probit-моделі однозначно підтверджують провідну роль процентного каналу. По-третє, послідовне відновлення ринкових механізмів курсоутворення та поступове послаблення валютних обмежень у міру стабілізації платіжного балансу, що відповідає стратегічній цілі НБУ «Стійка гривня». По-четверте, уникнення емісійного фінансування бюджетного дефіциту, оскільки досвід 2022 року засвідчив, що пряма емісія створює інфляційний тиск, який важко контролювати стандартними монетарними інструментами.

Таким чином, результати третього розділу формують єдину стратегічну логіку: ефективна монетарна стабілізація досягається не окремим інструментом, а послідовною конфігурацією – інституційна незалежність, позитивна реальна ставка, гнучке курсоутворення та відсутність фіскального домінування. Досвід Польщі, Кореї та Туреччини підтверджує цю логіку у різних типах криз, а Probit-модель верифікує її статистично на українських даних.

ВИСНОВКИ

Проведене дослідження на тему «Роль центральних банків в умовах економічних криз» дало змогу зробити наступні висновки:

- Центральний банк є ключовим інститутом макроекономічної стабілізації в умовах кризи. Принципи Беджота залишаються теоретичною основою антикризової поведінки регулятора, однак сучасна практика є прагматичним синтезом кількох доктрин. Кейнс показав, що першопричиною кризи є недостатність ефективного попиту, а не сама ставка відсотка. Фрідман закріпив відповідальність центрального банку за цінову стабільність і стабільність грошової маси, а Бернанке підтвердив, що ці уроки знайшли практичне втілення у готовності сучасних регуляторів до активних антикризових дій. Залежно від природи кризи домінує той чи інший підхід – що наочно підтверджує порівняльний аналіз кейсів цієї роботи.
- Ефективність антикризової монетарної політики визначається не лише вибором інструментів, а й інституційною незалежністю центрального банку. Польський досвід 2008-2009 років підтверджує, що поєднання операційної самостійності регулятора з режимом інфляційного таргетування та гнучким обмінним курсом дозволяє центральному банку одночасно задіяти процентний і валютний канали трансмісії. Саме це забезпечило Польщі позитивне зростання ВВП у 2009 році на рівні 2,6% – єдиній країні ЄС, яка уникла рецесії.
- Турецька криза 2018-2023 років є емпіричним доказом того, що зниження облікової ставки в умовах зростаючої інфляції – коли коефіцієнт реакції регулятора на інфляцію стає від'ємним – підриває дієвість монетарної трансмісії через процентний канал та канал очікувань. Знецінення ліри спровокувало девальваційну спіраль, доларизацію депозитів та виснаження валютних резервів. Відновлення ортодоксальної монетарної політики після 2023 року підтвердило зворотну залежність: повернення до позитивної реальної ставки відновило довіру ринків та стабілізувало платіжний баланс.

- Корейська криза 1997-1998 років демонструє, що навіть системна фінансова криза з початковими помилками регулятора може завершитись V-подібним відновленням за умови послідовного виконання стабілізаційної програми. Підвищення call rate до 25,3%, реструктуризація зовнішнього боргу та закриття неплатоспроможних фінансових установ забезпечили відновлення ВВП до +10,9% у 1999 році. Водночас ключовим довгостроковим результатом кризи стала інституційна реформа Банку Кореї – перехід до законодавчо закріпленої незалежності та режиму інфляційного таргетування.
- Національний банк України підійшов до 2022 року як інституційно зрілий регулятор з операційною незалежністю та сформованою стратегією інфляційного таргетування. Це принципово відрізняє його від ЦБРТ напередодні турецької кризи. Перша фаза антикризової відповіді – фіксація курсу, капітальні обмеження та емісійне фінансування – не була ортодоксальною, однак була виправданою в умовах екстремальної невизначеності. Підвищення облікової ставки до 25% у червні 2022 року та поступове відновлення ринкових механізмів курсоутворення засвідчили здатність НБУ утримати фінансову стабільність навіть в умовах активних бойових дій.
- Побудована Probit-модель раннього попередження інфляційних криз підтвердила домінування процентного каналу монетарної трансмісії в Україні. Реальна облікова ставка є єдиним статистично значущим монетарним предиктором у всіх трьох специфікаціях моделі: збільшення реальної ставки на 1 п.п. знижує ймовірність інфляційної кризи на 3,07 п.п. Водночас коефіцієнт war dummy (+21,6 п.п.) свідчить про структурне обмеження: повна нормалізація інфляції неможлива виключно монетарними інструментами в умовах тривання воєнного стану.
- Порівняльний аналіз трьох кейсів та результати моделювання формують єдиний висновок: незалежність центрального банку є не формальною вимогою належного управління, а операційною передумовою ефективності монетарної політики. Польща, Корея та НБУ підтверджують цю тезу з різних

боків – кожна країна в умовах власного типу кризи демонструє, що послідовна та інституційно захищена монетарна стратегія є ключовим чинником макроекономічної стабілізації.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ:

1. ЦЕНТРАЛЬНИЙ БАНК І ГРОШОВО-КРЕДИТНА ПОЛІТИКА / ред.: Т. Д. Косова, О. О. Папаїка. Київ : Центр учб. літ., 2011. 328 с.
2. Mingyang L. The Role of Central Banks in Stabilizing the Economy. *Proceedings of the 3rd International Conference on Financial Technology and Business Analysis*. Revelle College, University of California, 2025. P. 6.
3. Paniagua Prieto P. The institutional evolution of central banks. *Journal of Evolutionary Economics*. 2021. 10 December. P. 1049–1070.
4. Андрєєва О. ЕВОЛЮЦІЯ БАНКІВСЬКИХ СИСТЕМ ТА СУЧАСНІ ТЕНДЕНЦІЇ ЇХ РОЗВИТКУ. *Збірник наукових праць ДУІТ. Серія «Економіка і управління»*. 2025. С. 6–15.
5. French, Jack. Switzerland: Central Bank Swap Line to the Eurozone, Poland, and Hungary, 2008–2009. *Yale Program on Financial Stability*, SSRN, 2023. URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4509284
6. Рота П'єтро. Історія банків. Історія старовинних банківських установ у древніх греків і римлян, у середньовічних італійців, а також у Голландії та Німеччині XVII і XVIII ст. / з примітками та доповненнями І. І. Кауфмана; переклад та редакція І. Б. Івасіва. К.: КНЕУ, 2015. 133 с.
7. ЖИРООБОРОТ - тлумачення, орфографія, новий правопис онлайн. *СЛОВНИК - тлумачний словник української мови, орфографічний словник онлайн*. URL: <https://slovnkyk.ua/index.php?sword=жирооборот>.
8. Singh A. The Role of Central Banks in Managing Monetary Policy and its Effects on the Economy. *Journal of Student Research*. 2023. Vol. 12, no. 4. P. 1–19.
9. Глущенко С. В. МОНЕТАРНА ПОЛІТИКА: ТЕОРЕТИКО- МЕТОДОЛОГІЧНІ АСПЕКТИ : Підруч. для студентів ВНЗ. Київ, 2017. 64 с.
10. Каврацка Н. С. СВІТОВІ ЕКОНОМІЧНІ КРИЗИ: ПРИЧИНИ ВИНИКНЕННЯ, НАСЛІДКИ, ІНСТРУМЕНТАРІЙ РОЗВ'ЯЗКУ. *Вісник Хмельницького національного університету*. 2011. Т. 2, № 2. С. 53–61.
11. Bagehot W. 1.-1. Lombard Street: A Description of the Money Market. Wentworth Press, 2016. 376 p.

- 12.Вишневський В. С., Підхомний О. М., Хар В. С. РОЛЬ ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКУ У ЗАБЕЗПЕЧЕННІ ФІНАНСОВОЇ СТАБІЛЬНОСТІ. *Економічні науки*. 2011. Т. 3, № 3. С. 127–120.
- 13.Науменко О. В. АНАЛІЗ ТА МОДЕЛЮВАННЯ ДІЇ ТРАНСМІСІЙНОГО МЕХАНІЗМУ ОБЛІКОВОЇ СТАВКИ ЧЕРЕЗ ПРОЦЕНТНІ СТАВКИ КОМЕРЦІЙНИХ БАНКІВ : Магістерська робота. Київ, 2020. 102 с.
- 14.Bagehot's Dictum in Practice: Formulating and Implementing Policies to Combat the Financial Crisis. Board of Governors of the Federal Reserve System. 21.08.2009. URL: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/madigan20090821a.htm>
- 15.Brian F. Madigan appointed as director, Division of Monetary Affairs. *Board of Governors of the Federal Reserve System*. URL: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/other20070705a.htm>
- 16.Gold standard summary. *Britannica*. URL: <https://www.britannica.com/summary/gold-standard>
- 17.Bank Contagion: Theory and Evidence - Federal Reserve Bank of Chicago. *Federal Reserve Bank of Chicago - Federal Reserve Bank of Chicago*. URL: <https://www.chicagofed.org/publications/working-papers/1992/1992-13>.
18. Monetary and Capital Markets. Central Bank Support to Financial Markets in the Coronavirus Pandemic. 12 p.
- 19.Drozdowicz-Bieć, Maria. Reasons Why Poland Avoided the 2007-2009 Recession. *Prace i Materiały Instytutu Rozwoju Gospodarczego SGH*. 2011. Vol. 86, No. 2. P. 39-66. URL: <https://econjournals.sgh.waw.pl/PiM/article/view/3845>
- 20.Bakker, Bas B., Klingen, Christoph A. (eds.). *How Emerging Europe Came Through the 2008/09 Crisis*. Chapter 12: Poland: A Beacon of Resilience in Europe. IMF, Washington, D.C., 2012. URL: <https://www.elibrary.imf.org/display/book/9781616353810/ch012.xml>
- 21.IMF Survey. Poland: Bright Spot in Recession-Hit Europe. *International Monetary Fund*. 13 August 2009. URL: <https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/socar081309a>

22. IMF Staff. Republic of Poland: 2010 Article IV Consultation. *IMF Country Report No. 10/118*. May 2010. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2010/cr10118.pdf>
23. Gupta, Salil. Eurozone: Central Bank Repo to Poland, 2008. *Journal of Financial Crises*, Yale School of Management, Vol. 5, Iss. 1, pp. 269–291, 2023. URL: <https://elischolar.library.yale.edu/journal-of-financial-crises/vol5/iss1/9>
24. Gardó, Sándor, Martin, Reiner. The Impact of the Global Economic and Financial Crisis on Central, Eastern and South-Eastern Europe. *ECB Occasional Paper Series No. 114*. European Central Bank, June 2010. URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp114.pdf>
25. Åslund, Anders. The East European Financial Crisis. *CASE Network Studies and Analysis No. 395*. Peterson Institute for International Economics, 2009. URL: <https://ssrn.com/abstract=1527022>
26. Polański, Zbigniew. Poland During the Crisis: A 'Green Island' Approaching the Euro Area? In: Hölscher, J. (ed.), *Poland and the Eurozone*. Palgrave Macmillan, 2014. URL: https://doi.org/10.1057/9781137426413_9
27. Yahoo Finance. EUR/PLN - Euro to Polish Zloty Exchange Rate [електронний ресурс]. URL: <https://finance.yahoo.com/quote/EURPLN=X/>
28. Bank for International Settlements. Central Bank Policy Rates. *BIS Statistics Explorer (WS_CBPOL)*. URL: https://data.bis.org/topics/CBPOL/BIS,WS_CBPOL,1.0/M.PL
29. Eurostat. Harmonised Index of Consumer Prices (HICP) - Annual Rate of Change (prc_hicp_aind) [електронний ресурс]. URL: https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/prc_hicp_aind/default/table?lang=en
30. Eurostat. GDP and Main Aggregates – ESA 2010 (nama_10_gdp) [електронний ресурс]. URL: https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/nama_10_gdp/default/table?lang=en&category=na10.nama10.nama_10_ma
31. European Central Bank. Narodowy Bank Polski and European Central Bank Cooperation to Provide Euro Liquidity. *ECB Press Release*, 21 November 2008. URL: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr081121.en.html>

- 32.Eurostat. Harmonised Indices of Consumer Prices (HICP) – Information on data.
URL: <https://ec.europa.eu/eurostat/web/hicp/information-data>
- 33.IMF Press Release No. 09/153. "IMF Executive Board Approves US\$20.58 Billion Arrangement for Poland Under the Flexible Credit Line." 6 May 2009. URL: <https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/14/01/49/pr09153>
- 34.International Monetary Fund. Turkey: 2018 Article IV Consultation – Staff Report. *IMF Country Report No. 18/110*. Washington, D.C.: IMF, 2018. URL: <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/CR/2018/cr18110.pdf>
- 35.International Monetary Fund. Turkey: 2019 Article IV Consultation – Staff Report. *IMF Country Report No. 19/395*. Washington, D.C.: IMF, 2019. URL: <https://www.imf.org/-/media/files/publications/cr/2019/1turea2019001.pdf>
- 36.International Monetary Fund. Turkey: 2021 Article IV Consultation – Staff Report. *IMF Country Report No. 21/110*. Washington, D.C.: IMF, 2021. URL: <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/CR/2021/English/1TUREA2021001.ashx>
- 37.International Monetary Fund. Republic of Türkiye: 2022 Article IV Consultation – Staff Report. *IMF Country Report No. 2023/303*. Washington, D.C.: IMF, 2023. URL: <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/CR/2023/English/1TUREA2023001.ashx>
- 38.International Monetary Fund. Republic of Türkiye: 2024 Article IV Consultation – Staff Report. *IMF Country Report No. 24/312*. Washington, D.C.: IMF, 2024. URL: <https://www.imf.org/-/media/files/publications/cr/2024/english/1turea2024001-print-pdf.pdf>
- 39.Gürkaynak R. S., Kısacıkoglu B., Lee S. S. Exchange Rate and Inflation under Weak Monetary Policy: Turkey Verifies Theory. *Economic Policy*. 2023. Vol. 38, Issue 115. P. 519–560. URL: <https://doi.org/10.1093/epolic/eiad020>
- 40.Anadolu Agency. Turkey Dismisses Central Bank Governor. November 7, 2020. URL: <https://www.aa.com.tr/en/economy/turkey-dismisses-central-bank-governor-159812>

41. The National News. Erdogan Fires Turkish Central Bank Governor for Third Time in Less Than Three Years. March 20, 2021. URL: <https://www.thenationalnews.com/business/economy/erdogan-fires-turkish-central-bank-governor-for-third-time-in-less-than-three-years-1.1187588>
42. European Central Bank. Spot Turkish Lira / Euro – Monthly Average (EXR.M.TRY.EUR.SP00.A) [електронний ресурс]. *ECB Data Portal*. URL: <https://data.ecb.europa.eu/data/datasets/EXR/EXR.M.TRY.EUR.SP00.A>
43. Bank for International Settlements. Central Bank Policy Rates – Türkiye, Monthly [електронний ресурс]. *BIS Statistics Explorer*. URL: https://data.bis.org/topics/CBPOL/BIS,WS_CBPOL,1.0/M.TR
44. Federal Reserve Bank of St. Louis. Consumer Price Index: All Items for Türkiye (TURCPIALLMINMEI) [електронний ресурс]. *FRED Economic Data*. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/TURCPIALLMINMEI>
45. Federal Reserve Bank of St. Louis. Total Reserves Excluding Gold for Turkey (TRESEGTRM052N) [електронний ресурс]. *FRED Economic Data*. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/TRESEGTRM052N>
46. Манків Н. Г. Макроекономіка. Київ : Основа, 2000. 578 с.
47. Middle East Institute. The Weight of Past Mistakes and the Post-Election Push for Economic Normalization [електронний ресурс]. *Middle East Institute*. 2024. URL: <https://mei.edu/publication/weight-past-mistakes-and-post-election-push-economic-normalization/>
48. Kaminsky G., Lizondo S., Reinhart C. Leading Indicators of Currency Crises. IMF Staff Papers. 1998. Vol. 45, No. 1. P. 1–48. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/staffp/1998/03-98/pdf/kaminsky.pdf>
49. Berg A., Pattillo C. Are Currency Crises Predictable? A Test. IMF Working Paper WP/98/52. Washington, D.C. : IMF, 1998. 54 p. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp9852.pdf>
50. Berg A., Borensztein E., Pattillo C. Assessing Early Warning Systems: How Have They Worked in Practice? IMF Staff Papers. 2005. Vol. 52, No. 3. P. 462–502. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/staffp/2005/04/pdf/berg.pdf>

51. Greene W. H. Econometric Analysis. 7th ed. Prentice Hall, 2012. 1230 p. ISBN: 978-0131395381. URL: http://www.mysmu.edu/faculty/zlyang/DSA305_2024T2Web/William_H_Greene-Econometric_Analysis-7th.pdf
52. Faryna O. Nonlinear Exchange Rate Pass-Through to Domestic Prices in Ukraine. 01/2016. Kyiv : National Bank of Ukraine, 2016. 45 p. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/wp_nbu_2016_eng.pdf.
53. Облікова ставка Національного банку. *Національний банк України*. URL: <https://bank.gov.ua/ua/monetary/archive-rish>.
54. Офіційний курс гривні щодо іноземних валют. *Національний банк України*. URL: [https://bank.gov.ua/ua/markets/exchangerate-chart?cn\[\]=USD&startDate=01.01.2015&endDate=03.05.2026](https://bank.gov.ua/ua/markets/exchangerate-chart?cn[]=USD&startDate=01.01.2015&endDate=03.05.2026).
55. Динаміка міжнародних резервів. *Національний банк України*. URL: <https://bank.gov.ua/ua/markets/international-reserves-allinfo/dynamics?startDate=01.01.2016&endDate=01.04.2026>.
56. Національний банк України. Монетарна політика спрямовуватиметься на приведення інфляції до цілі 5% у найближчі роки – Основні засади грошово-кредитної політики. *Національний банк України*. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/monetarna-politika-spryamovuvatimetsya-na-privedennya-inflyatsiyi-do-tsili-5-u-nayblijchi-roki--osnovni-zasadi-groshovo-kreditnoyi-politiki>.
57. Постанова Правління Національного банку України від 18 серпня 2015 року № 541 "Про Основні засади грошово-кредитної політики на 2016 - 2020 роки". *Національний банк України*. URL: https://bank.gov.ua/ua/legislation/Resolution_18082015_541
58. РІЧНИЙ ЗВІТ 2015. ПРОЗОРИСТЬ. ВІДКРИТІСТЬ. ПІДЗВІТНІСТЬ. *Національний банк України*. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/A_report_2015.pdf?v=17
59. Макроекономічні показники. *Національний банк України*. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/macro-indicators>.

60. Фінанасова Фортеця України. Національний банк України. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Strategy_NBU.pdf?v=17.
61. Національний банк України. Стратегія монетарної політики Національного банку України. Київ, 2018. 10 с. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Strategy_MP.pdf
62. Про монетарну політику. Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/monetary/about>.
63. Національний банк України. НБУ здійснив викуп військових ОВДП на 70 млрд грн та наголошує на необхідності активізації ринкових боргових залучень. Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/nbu-zdiysniv-vikup-viyskovih-ovdp-na-70-mlrd-grn-ta-nagoloshuye-na-neobhidnosti-aktivizatsiyi-rinkovih-borgovih-zaluchen>.
64. К. Шевченко. Купівля Нацбанком ОВДП – добро чи зло?. Бізнес. 12 січня 2025 року. URL: <https://biz.nv.ua/ukr/experts/nbu-maye-perestati-finansuvati-derzhbyudzheth-ukrajini-eksglava-nacbanku-shevchenko-novini-ukrajini-50296919.html>
65. Національний банк України. НБУ впроваджує керовану гнучкість обмінного курсу, що посилить стійкість валютного ринку та економіки. Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/nbu-vprovadjuye-kerovanu-gnuchkist-obminnogo-kursu-scho-posilit-stiykist-valyutnogo-rinku-ta-ekonomiki>.
66. Калашник П., Шевчук С. Фіксованого курсу долара більше не буде. Але значної девальвації гривні чекати не варто. Що означає очікуване та складне рішення НБУ – Forbes.ua. Forbes.ua | Бізнес, мільярдери, новини, фінанси, інвестиції, компанії. URL: <https://forbes.ua/money/fiksovanogo-kursu-dolara-bilshe-ne-bude-ale-znachnoi-devalvatsii-grivni-chekati-ne-varto-shcho-oznachae-ochikuvane-ta-skladne-rishennya-nbu-02102023-16393>
67. Національний банк України. Національний банк підтримує діалог з бізнесом: відбулася чергова зустріч із керівниками підприємств України, які беруть участь в опитуваннях НБУ. Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/natsionalniy-bank-pidtrimuye-dialog-z-biznesom>

vidbulasya-cherгова-zustrich-iz-kerivnikami-pidpriyemstv-ukrayini- yaki-berut-uchast-v-opituvannyah-nbu.

68. GDP Growth (annual %)- Korea, Rep. *World Bank Open Data*. URL: <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?end=2002&locations=KR&start=1995>.
69. Національний банк України. Стратегія валютних інтервенцій Національного банку України. Київ. 6 с. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Strategy_FX.pdf
70. Результати валютних інтервенцій НБУ (2018-2026). Мінфін. URL: <https://index.minfin.com.ua/ua/banks/nbu/intervention/>.
71. Національний банк України. Міжнародні резерви України зросли упродовж 2024 року на 8% до 43,8 млрд дол. США. Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/mijnarodni-rezervi-ukrayini-zrosli-uprodovj-2024-roku-na-8-do-438-mlrd-dol-ssha>
72. Інфляційний звіт. Січень 2026 року. *Національний банк України*. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/IR_2026-Q1.pdf?v=17.
73. Kim, K. The 1997–98 Korean Financial Crisis: Causes, Policy Response, and Lessons. Presentation at the High-Level Seminar on Crisis Prevention in Emerging Markets, IMF and Government of Singapore. Singapore, July 10–11, 2006. URL: <https://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2006/cpem/pdf/kihwan.pdf>
74. Baliño, T. J. T., Ubide, A. The Korean Financial Crisis of 1997 –A Strategy of Financial Sector Reform. *IMF Working Paper WP/99/28*. Washington, D.C.: IMF, 1999. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/1999/wp9928.pdf>
75. International Monetary Fund. Recovery from the Asian Crisis and the Role of the IMF. *IMF Issues Brief*. Washington, D.C.: IMF, June 2000. URL: <https://www.imf.org/external/np/exr/ib/2000/062300.HTM>
76. International Monetary Fund. Republic of Korea: IMF Stand-By Arrangement –Letter of Intent and Memorandum of Economic Policies, December 5, 1997. Washington, D.C.: IMF, 1997. URL: <https://www.imf.org/external/np/oth/korea.htm>

77. Kim, K. S. The 1997 Financial Crisis and Governance: The Case of South Korea. *Working Paper No. 272*. Kellogg Institute for International Studies, University of Notre Dame, March 2000. URL: https://kellogg.nd.edu/sites/default/files/old_files/documents/272.pdf
78. Cho, Y. J. The Financial Crisis in Korea: Causes and Challenges. *Asian Development Bank –Asia Recovery Information Center*. ADB, 1998. URL: https://aric.adb.org/pdf/aem/external/financial_market/Republic_of_Korea/korea_manc.pdf
79. Bank of Korea. History and Mission. *Bank of Korea Official Website*. URL: <https://www.bok.or.kr/eng/main/contents.do?menuNo=400079>
80. South Korean Won to U.S. Dollar Spot Exchange Rate. *Federal Reserve Bank of St. Louis*. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/DEXKOUS>
81. Consumer Price Indices (CPIs, HICPs), COICOP 1999: Consumer Price Index: Total for Korea. *Federal Reserve Bank of St. Louis*. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/KORCPIALLMINMEI>.
82. Federal Reserve Bank of St. Louis. *Interest Rates: Immediate Rates (< 24 Hours): Call Money/Interbank Rate: Total for Korea*. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/IRSTCI01KRM156N>.
83. Total Reserves excluding Gold for Republic of Korea. *Federal Reserve Bank of St. Louis*. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/TRESEGKRM052N>.
84. Bernanke, B. S. On Milton Friedman's Ninetieth Birthday. Remarks at the Conference to Honor Milton Friedman. University of Chicago, November 8, 2002. URL: <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/20021108/default.htm>
85. Friedman, M. The Role of Monetary Policy. *The American Economic Review*. 1968. Vol. 58, No. 1. P. 1–17. URL: https://public.econ.duke.edu/~kdh9/Courses/Graduate%20Macro%20History/Readings-1/Friedman_Role%20of%20Monetary%20Policy.pdf
86. Національний банк України. Міжнародні резерви становили 48,2 млрд дол. США за підсумками квітня. *Національний банк України*.

URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/mijnarodni-rezervi-stanovili-482-mlrd-dol-ssha-za-pidsumkami-kvitnya>.

87. Keynes, J. M. The General Theory of Employment, Interest and Money. London: Macmillan, 1936. 403 p.