

Міністерство освіти і науки України

Національний університет «Києво-Могилянська академія»

Факультет економічних наук

Кафедра фінансів

Магістерська робота

освітній ступінь – магістр

на тему: **«ГРОШОВО-КРЕДИТНА ПОЛІТИКА НАЦІОНАЛЬНОГО
БАНКУ УКРАЇНИ В УМОВАХ ВОЄННОГО СТАНУ»**

Виконала: студентка 2-го року навчання,
спеціальність 072
«Фінанси, банківська справа та
страхування»

Полюляк Вікторія Олександрівна

Керівник: Бридун Є. В.
кандидат економічних наук, доцент

Рецензент: _____
(прізвище та ініціали)

Магістерська робота захищена
з оцінкою «_____»

Секретар ЕК Донкоглова Н.А.

«___» _____ 2023 р.

Київ – 2023

ЗМІСТ

ВСТУП.....	4
РОЗДІЛ 1 ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ	8
1.1. Теоретичні підходи до розкриття економічної сутності та цілей грошово-кредитної політики.....	8
1.2. Основні види та типи режимів монетарної політики	17
1.3. Класифікація інструментів грошово-кредитної політики.....	22
Висновки до розділу 1	30
РОЗДІЛ 2 АНАЛІЗ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ.....	32
2.1. Сучасний стан та особливості проведення грошово-кредитної політики України	32
2.2. Огляд макроекономічної ситуації України.....	41
2.3. Оцінка ефективності використання інструментів грошово-кредитної політики НБУ в умовах воєнного стану	51
Висновки до розділу 2	62
РОЗДІЛ 3 НАПРЯМИ УДОСКОНАЛЕННЯ ВІТЧИЗНЯНОЇ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ.....	64
3.1. Ризики воєнного часу та проблеми вітчизняної грошово-кредитної політики	64
3.2. Міжнародний досвід застосування інструментів монетарної політики в умовах воєнних дій	69
3.3. Напрями підвищення ефективності грошово-кредитної політики України	74
Висновки до розділу 3	79

ВИСНОВКИ	81
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	86
Додаток А	93
Додаток Б	94
Додаток В	95
Додаток Д	96
Додаток Ж	97
Додаток З	98
Додаток И	99
Додаток К	100

ВСТУП

Актуальність теми дослідження зумовлена нагальною потребою держави у стабілізації макроекономічної та фінансової ситуації, через негативний вплив кризових явищ, спричинених війною. Воєнний стан є надзвичайною ситуацією, що впливає на всі сфери суспільного життя, наприклад, економіку та фінансову систему зокрема. У таких умовах Національний банк бере активну участь на економічному фронті та несе неабияку відповідальність за забезпечення фінансової стабільності, економічного зростання та платоспроможності громадян і бізнесу. Найголовнішою ж зброєю є грошово-кредитна політика.

Грошово-кредитна політика безпосередньо є суттєвим елементом національної безпеки – причому не тільки економічної, а й безпеки загалом, оскільки її результати впливають також на соціальні, екологічні та інші аспекти життя суспільства. Все частіше наголошується на необхідності більшої орієнтації на забезпечення не тільки суто монетарних цілей, а й зайнятості населення та економічного зростання як важливих елементів економічної безпеки.

Проведення комплексного аналізу доступного досвіду в галузі монетарної політики під час воєнних конфліктів, а також вивчення теоретичних розробок, пов'язаних з цією тематикою є надзвичайно важливо, адже це необхідно для уникнення серйозних помилок під час впровадження інструментів монетарної політики в надзвичайно складних умовах, що складаються під час війни.

Отже, дослідження грошово-кредитної політики Національного банку України в умовах воєнного стану є актуальним та має важливе значення для розуміння впливу війни на економіку та визначення ефективних заходів для забезпечення фінансової стабільності та економічного розвитку країни.

Метою дослідження є оцінка ефективності впливу грошово-кредитної політики Національного банку України в умовах воєнного стану.

Відповідно до мети поставлено наступні **завдання**:

- поглибити теоретичні підходи до розкриття економічної сутності та цілей грошово-кредитної політики;
- визначити основні види та типи режимів грошово-кредитної політики;
- класифікувати інструменти грошово-кредитної політики;
- діагностувати сучасний стан та особливості проведення грошово-кредитної політики України воєнного часу;
- оцінити ефективність використання інструментів грошово-кредитної політики Національного банку України;
- виявити проблеми вітчизняної монетарної політики та воєнні ризики на заваді покращення макроекономічного стану держави;
- дослідити міжнародний досвід застосування інструментів грошово-кредитної політики в умовах кризових явищ, зокрема воєнних дій;
- навести пропозиції щодо напрямів підвищення ефективності грошово-кредитної політики України.

Об'єктом дослідження є грошова-кредитна політика Національного банку України.

Предмет дослідження – вплив грошово-кредитної політики Національного банку України в умовах воєнного стану на макроекономічну ситуацію в країні.

Методи дослідження. Дослідження проводилося із використанням загальнонаукових та спеціальних методів пізнання. Метод теоретичного узагальнення використано для визначення економічної сутності та цілей грошово-кредитної політики, порівняльний аналіз було використано для виявлення відмінних та спільних характеристик інструментів грошово-кредитної політики, історико-логічний - для аналізу формування грошово-кредитної політики в Україні та міжнародного досвіду використання інструментів грошово-кредитної політики у кризових соціально-економічних умовах.

Для діагностики сучасного стану та особливостей грошово-кредитної політики України було використано економіко-статистичний метод, також було використано економіко-математичний метод для побудови моделі оцінки ефективності окремих інструментів грошово-кредитної політики в умовах воєнного стану.

Інформаційну базу дослідження становили статистичні та аналітичні матеріали Національного банку України, Державної служби статистики України та Світового банку, наукові доробки, монографії та статті іноземних та вітчизняних вчених-економістів та дослідників, зокрема П. Самуельсона, В. Нордгауса, Е. Дж. Долана, К. Д. Кемпбелла і Р. Дж. Кемпбелла, Б. П. Адамика, В. Д. Базилевича, О. І. Барановського, В. В. Венгера, С. В. Глущенко, С. М. Гончарова, Л. А. Глиби, М. І. Диби, Б. М. Данилишина, Д. І. Коваленка, О. М. Колодзієва, В. В. Корнєєва, Р. С. Лисенка, І. О. Лютого, А. М. Мороза, Д. Г. Осипчука, та інших, а також нормативно-правова база України.

Наукова новизна. Вперше на основі розробленої економіко-математичної моделі оцінки впливу грошово-кредитної політики України визначено канали впливу, що найвагомніше впливають на макроекономічну ситуацію в Україні в умовах воєнного стану. На основі розробленої моделі оцінок, аналізі макроекономічної ситуації міжнародного досвіду використання інструментів грошово-кредитної політики в кризових умовах вперше запропоновано напрями удосконалення ефективності грошово-кредитної політики в умовах воєнного стану.

Удосконалено понятійний апарат теоретичних підходів до розкриття сутності поняття «грошово-кредитна політика».

Подальшого розвитку отримали систематизація економічних поглядів на грошово-кредитну політику Національного банку України її цілі, види, типи режимів та класифікація інструментів.

Практичне значення одержаних результатів. Дослідження грошово-кредитної політики в умовах воєнного стану може мати практичне значення для Національного банку України та інших центральних банків. Результати

дослідження можуть стати основою для розробки ефективних стратегій використання інструментів грошово-кредитної політики в подібних кризових ситуаціях. Розроблена модель оцінки впливу грошово-кредитної політики дає змогу виявити дієві або ж, навпаки, неефективні інструменти та корегувати їх подальше використання задля стабілізації макроекономічної ситуації України. Пропозиції щодо застосування зарубіжного досвіду можна використати у вирішенні наявних проблеми.

Структура роботи. Робота складається зі вступу, трьох розділів, висновків та додатків.

У першому розділі на основі теоретичних досліджень поглиблено визначення економічної сутності визначення «грошово-кредитної політики», розкрито її цілі, види, типи режимів та класифікація інструментів, якими користується Національний банк України.

В другому розділі продіагностовано сучасний макроекономічний стан України, оцінено ключові особливості проведення та ефективність грошово-кредитного регулювання в умовах воєнного стану.

В третьому розділі виявлено ризики та проблеми сучасної монетарної політики, досліджено міжнародний досвід застосування її окремих інструментів, а також сформовано практичні рекомендації щодо напрямів удосконалення використання інструментів грошово-кредитної політики Національного банку України в умовах воєнного стану.

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ

1.1. Теоретичні підходи до розкриття економічної сутності та цілей грошово-кредитної політики

Монетарна політика є ключовою складовою економічної політики держави, оскільки має вирішальний вплив на загальнонаціональні економічні процеси. Її головним завданням є забезпечення ефективного функціонування економіки шляхом контролю за пропозицією грошей на грошовому ринку. Монетарна політика має ряд важливих цілей, таких як стабільність обмінного курсу, цінова стабільність, збалансування платіжного балансу, забезпечення зайнятості та зростання суспільного добробуту.

Для досягнення мети грошово-кредитної політики та розуміння її ролі у забезпеченні макроекономічної стабільності країни потрібен науковий підхід до розуміння економічної сутності цього поняття. Проте навіть серед науковців одностайної думки щодо дефініції «грошово-кредитної політики».

Дослідження різних наукових підходів щодо розуміння цього поняття є актуальним завданням у фінансово-економічній науці, оскільки наукова література містить різні підходи до визначення цього поняття.

Згідно з думкою Е. Дж. Долана, К. Д. Кемпбелла й Р. Дж. Кемпбелла, «грошово-кредитна політика - це урядова політика, спрямована на вплив на кількість грошей в обігу» [26, с. 19]. Відповідно ж до визначення Е. Дж. Долана, «грошово-кредитна політика складається з усіх дій уряду, які впливають на кількість грошей, що перебувають в обігу. Іншими словами, це комплекс заходів, які регулюють вплив на зміну грошової маси в обігу та безпосередньо впливають на ділову активність та ліквідність банківської системи [26, с. 38].

П. Самуельсон та В. Нордгаус вважають грошово-кредитну політику складовою макроекономічної політики, що дозволяє уряду контролювати грошовий обіг, кредит та банківську систему країни [65, с. 23]. Однак цей підхід є занадто узагальненим та не достатньо відображає економічну сутність грошово-кредитної політики. Це визначення розглядає грошово-кредитну політику лише як один із елементів загальної економічної політики, і не акцентує на методах, якими центральний банк може контролювати кількість та взаємозв'язки між грошима, національним виробництвом та інфляцією.

Інші дослідники визначають грошово-кредитну політику центрального банку як систему заходів, що регулюють обсяг грошей, що перебувають в обігу з метою досягнення основних економічних цілей, таких як економічний ріст, підвищення рівня зайнятості, стабільність цін і курсу національної валюти [6, с. 2]. Однак, це визначення має недоліки, оскільки в ньому сутність грошово-кредитної політики визначається через конкретні стратегічні та тактичні цілі, які можуть змінюватися залежно від особливостей історичного періоду, викликів і загроз, а також специфіки національних інтересів держави.

Українська наукова спільнота також не змогла дійти згоди щодо єдиного визначення грошово-кредитної політики. Так, дослідники при розкритті її сутності можуть виділяють окремі аспекти даної політики залежно від контексту. Наприклад, в деяких визначеннях більша увага приділяється суб'єктам її проведення, в інших фокус зміщується на її цілі та засоби їх досягнення, або використані інструменти. Для того, щоб мати змогу дати коректне визначення даному поняттю, потрібно розглянути вже наявні у вітчизняній науковій літературі.

Теоретико-методологічні підходи вітчизняних вчених щодо розкриття сутності поняття «грошово-кредитної політики» подано у таблиці 1.1.

Таблиця 1.1. Теоретико-методологічні підходи до визначення сутності поняття «грошово-кредитна політика»

Автори	Визначення
Базилевич В. Д., Базилевич К. С., Баластрик Л. О.	Грошово-кредитна політика – це сукупність форм і засобів державного впливу на пропозицію грошей з метою забезпечення рівноваги між пропозицією грошей і попитом на них
Барановський О. І., Мунтіян В. І.	Грошово-кредитна політика є важливим комплексом заходів у сфері грошового обігу і кредиту, який спрямований на виконання функцій центрального банку і забезпечення платоспроможності грошово-кредитної системи
Козюк В. В.	“Вузька” монетарна політика – це спрямування монетарних заходів центрального банку на підтримання зовнішньої та внутрішньої стабільності національної валюти. “Широка” монетарна політика – застосування інструментів центрального банку з метою впливу на сукупну грошову масу
Колодізєв О. М.	Грошово-кредитна політика – це сукупність методів та інструментів у сфері грошового обігу і кредитних відносин, що використовує держава для регулювання грошово-кредитних відносин
Любунь О. С., Любунь В. С., Іванець В. І.	Грошово-кредитна політика – це комплекс взаємопов’язаних, скоординованих на досягнення заздалегідь визначених суспільних цілей, заходів щодо регулювання грошового обороту, які здійснює держава через центральний банк
Лютій І. О.	Грошово-кредитна політика – це державне регулювання сфери грошового обігу та кредитних відносин. Грошово-кредитна політика – це сукупність економічних та адміністративних заходів держави та Національного банку України, спрямованих на використання економічних інструментів грошово-кредитного механізму для здійснення впливу на суб’єктів грошово-кредитного механізму з метою стабілізації національної грошової одиниці, регулювання пропозиції грошової маси, ліквідності і кредитоспроможності банківських інститутів для забезпечення необхідного економічного зростання, зайнятості й стримування інфляційних процесів.
Стельмах В. С., Кулінець А. П.	Грошово-кредитна політика – це комплекс взаємопов’язаних, спрямованих на досягнення певних цілей заходів щодо регулювання грошового ринку, що їх проводить держава через свій центральний банк
Савлук М. І., Мороз А. М., Пуховкіна М. Ф., Адамик Б. П.	Грошово-кредитна політика – це комплекс взаємозв’язаних скоординованих на досягнення заздалегідь визначених соціально-економічних цілей, заходів щодо регулювання грошового ринку, які здійснює держава через центральний банк країни
Юхименко П. І.	Грошово-кредитна політика – це частина економічної політики держави, сукупність законодавчих і нормативних актів, бюджетно-податкових, інших монетарних інструментів, інститутів і заходів державної влади, які згідно із законодавством мають повноваження щодо формування і використання фінансових ресурсів держави і регулюють фінансово-кредитні потоки у секторах економіки відповідно до стратегічних і тактичних цілей державної економічної політики

Джерело: складено автором на основі [12, с. 554], [14], [34, с. 75], [36], [43, с. 38], [45, с. 96], [48, с. 58], [50, с. 382], [10, с. 39], [76, с. 265].

У деяких визначеннях грошово-кредитної політики, написаних Л. О. Баластрик, В. Д. Базилевичем, К. С. Базилевичем, О. М. Колодізєвим, А. М.

Морозом, М. І. Савлуком, П. І. Юхименком, держава є суб'єктом цієї політики, тоді як Е. Дж. Долан, К. Д. Кемпбелл і Р. Дж. Кемпбелл визначають уряд її суб'єктом, що не відображає повністю практику реалізації грошово-кредитної політики. Вчені І. В. Іванець, І. О. Лютий, А. П. Кулінець, О. С. Любунь, В. С. Любунь та В. С. Стельмах стверджують, що суб'єктом грошово-кредитної політики є держава в особі центрального банку. У визначеннях О. І. Барановського та В. І. Мунтіяна суб'єкт не визначений взагалі.

Інституційна основа грошово-кредитної політики визначається у багатьох тлумаченнях, написаних такими вченими, як О. І. Барановський, О. М. Колодізева, І. О. Лютий, В. І. Мунтіян, як грошовий обіг та кредитні відносини, тоді як у визначеннях В. С. Стельмаха, А. П. Кулінець, М. І. Савлука, А. М. Мороза, О. С. Любуні, В. С. Любуні та І. В. Іванця - грошовий ринок.

Науковці Е. Дж. Долан, К. Д. Кемпбелл і Р. Дж. Кемпбелл, зосереджують увагу на впливі грошової маси під час здійснення грошово-кредитної політики, у порівнянні з В. Д. Базилевичем, К. С. Базилевичем і Л. О. Баластриком, які фокусуються на впливі на пропозицію грошей. Визначення Е. Дж. Долана, К. Д. Кемпбелла і Р. Дж. Кемпбелла є занадто загальним і не відображає достатньо економічної сутності грошово-кредитної політики, визначаючи її тільки як частину загальної економічної політики.

За визначеннями різних науковців, концепція "грошово-кредитної політики" має різну спрямованість. Зокрема, згідно з В. Д. Базилевичем, К. С. Базилевичем, Л. О. Баластриком і В. В. Козюком, її метою є забезпечення рівноваги між пропозицією грошей та попитом на них, а також підтримання стабільності національної валюти. У визначенні О. І. Барановського і В. І. Мунтіяна грошово-кредитна політика спрямована на виконання функцій центрального банку та забезпечення платоспроможності грошово-кредитної системи, проте її сутність, параметри та методичний інструментарій є дискусійними та потребують уточнення.

За визначенням О. М. Колодізева грошово-кредитна політика спрямована на регулювання грошово-кредитних відносин, проте очевидно, що вона це не є її

головною метою, а скоріше засобом досягнення інших цілей. Деякі економісти, такі як В. С. Стельмах, А. П. Кулінець, М. І. Савлук, А. М. Мороз, О. С. Любуня, В. С. Любуня та І. В. Іванець, вважають, що досягнення певних соціально-економічних цілей є головною метою грошово-кредитної політики, що може бути занадто широкою і недостатньо конкретизованою. У визначенні П. І. Юхименка вказується на стратегічні та тактичні цілі державної економічної політики загалом.

Підхід І. О. Лютого вбачається найвдалішим, оскільки за нього наголошується на встановленні важливого зв'язку між реалізацією грошово-кредитної політики та макроекономічними показниками, наприклад, рівнем інфляції, економічним зростання, стабільністю національної валюти, рівнем зайнятості населення тощо. В такому підході можна побачити зв'язок між державною економічною політикою та суспільним розвитком.

Дуже поширеним серед дослідників є використання терміну «монетарна політика». Більшість науковців розуміють це поняття як синонім до терміну «грошово-кредитна політика». Такі підходи можна зустріти у роботах Гудзоватої О.О., Корнєєвої Ю.В., Пономаренко А.А., Швайко М.Л. [19], [40], [60], [74]. Аналогічний підхід можна зустріти і у монографії Стельмаха В.С.: «грошово-кредитну політику часто називають монетарною, оскільки вона є політикою у сфері управління кількістю грошей в обігу» [48, с. 58]. Тож, вважаємо за доречне, використовувати термін «монетарна політика» як синонімічне.

Проведення грошово-кредитної політики в Україні здійснюється згідно вітчизняного законодавства, зокрема Конституції України та Закону України «Про Національний банк України», тому для комплексного аналізу підходів до визначення даного поняття варто дослідити дефініції, що наведені у нормативно-правових документах. Поява дефініції грошово-кредитної політики в українському законодавстві була результатом систематичної роботи з розробки нормативно-правової бази та поширення практики застосування грошово-кредитної політики в економіці, що наведено у таблиці 1.2.

Таблиця 1.2. Визначення поняття «грошово-кредитна політика» в нормативно-правових документах

Нормативно-правовий документ	Стаття	Зміст
Конституція України	100	Рада Національного банку України розробляє основні засади грошово-кредитної політики та здійснює контроль за її проведенням. Правовий статус Ради Національного банку України визначається законом.
Закон України «Про Національний банк України»	1	Грошово-кредитна політика – комплекс заходів у сфері грошового обігу та кредиту, спрямованих на регулювання економічного зростання, стримування інфляції та забезпечення стабільності грошової одиниці України, забезпечення зайнятості населення та вирівнювання платіжного балансу через використання визначених цим Законом засобів та методів.
Господарський кодекс України	10	Грошово-кредитна політика, спрямована на забезпечення економіки економічно необхідним обсягом грошової маси, досягнення ефективного готівкового обігу, залучення коштів суб'єктів господарювання та населення до банківської системи, стимулювання використання кредитних ресурсів на потреби функціонування і розвитку економіки.

Джерело: складено автором на основі [38], [61], [71].

У Законі України "Про Національний банк України" пояснено зміст грошово-кредитної політики, включаючи засоби та методи її проведення, увагу ж акцентовано на комплексі заходів у сфері грошового обігу та кредиту, спрямованих на досягнення цілей [61]. Незважаючи на це, вирівнювання платіжного балансу рідко фігурує в переліку основних цілей грошово-кредитної політики, оскільки це залежить від багатьох факторів.

Визначення поняття грошово-кредитної політики, яке міститься в законах, таких як "Про Національний банк України" та "Господарський кодекс України", переважно зосереджене на соціально-економічних цілях, таких як стабільність грошової одиниці, ефективний готівковий обіг, залучення коштів до банківської системи та стимулювання використання кредитних ресурсів для функціонування та розвитку економіки, що характеризує зовнішню сторону поняття "грошово-кредитна політика", а не його сутнісну та змістовну сторону.

Аналізуючи визначення грошово-кредитної політики, які запропоновані в наукових і правових документах, важливо зазначити, що вони зазвичай

характеризують загальний зміст поняття і не збагачують його глибинну і методологічну сторону. Для більш повного розуміння грошово-кредитної політики необхідно конкретизувати суб'єкт, об'єкт та мету цього поняття.

Науковий колектив на чолі з В. С. Стельмахом вважає, що об'єкт грошово-кредитної політики може бути множинним, таким як пропозиція грошей, ставка процента, валютний курс і швидкість обігу грошей. Їх вибір залежить від економічної ситуації та означає, що центральний банк в залежності від тієї чи іншої економічної ситуації може сфокусувати грошово-кредитну політику на окремих об'єктах або навіть декілька одночасно [48, с. 61].

Один з традиційних підходів до грошово-кредитної політики полягає в розумінні попиту та пропозиції на грошовому ринку як об'єкта цієї політики. Ю. Дмитренко стверджує, що регулювання обсягу грошової маси є головним засобом здійснення грошово-кредитної політики, тому грошова маса є її основним об'єктом [25, с. 108]. Цей підхід базується на тому, що характер та особливості грошового обігу мають ключове значення для організації фінансово-економічних відносин в країні.

Головним виконавцем грошово-кредитної політики є центральний банк країни, відповідно він її суб'єктом. У випадку України згідно з Конституцією та законом "Про Національний банк України" суб'єктом є Національний банк, він визначає та реалізує монетарну політику [38, 61]. Так, згідно ст. 6 Закону України "Про Національний банк України" основною функцією Національного банку є забезпечення стабільності грошової одиниці України, зокрема через підтримку стабільності банківської системи та регулювання цін на внутрішньому ринку, що входить у його повноваження [61].

Згідно зі статтею 7 Закону України "Про Національний банк України", Національний банк України має ряд інших функцій, що належать до сфери грошово-кредитної політики. Зокрема, Національний банк:

- визначає та реалізує грошово-кредитну політику відповідно до Основних засад, розроблених Радою Національного банку України;

- має монопольне право на емісію національної валюти та організацію готівкового грошового обігу;
- є кредитором останньої інстанції для банків та організує систему рефінансування;
- забезпечує накопичення та зберігання золотовалютних резервів та здійснення операцій з ними та банківськими металами;
- аналізує стан грошово-кредитних, фінансових, цінових та валютних відносин [61].

Грошово-кредитна політика може мати стратегічні, тактичні та проміжні цілі, що більш детально наведено у таблиці 1.3.

Таблиця 1.3. Цілі грошово-кредитної політики

Тактичні цілі	Проміжні цілі	Стратегічні цілі
Темп росту грошової бази	Темп приросту грошової маси	Стабільність цін
Кредити комерційним банкам	Процентні ставки комерційним банків	Економічне зростання, висока зайнятість населення
Рівень процентів на міжбанківському ринку	Рівень процентів за державними облігаціями	Стабільність фінансових ринків

Джерело: складено автором на основі [10], [47], [50].

Стратегічна ціль грошово-кредитної політики повинна підпорядковуватися загальним соціально-економічним цілям держави. Головною метою грошово-кредитної політики є забезпечення внутрішньої стабільності грошової системи, тобто досягнення оптимальної рівноваги між попитом і пропозицією грошей. Центральний банк країни має брати до уваги потребу диференціювання тактичних та оперативних завдань грошово-кредитної політики залежно від конкретної макроекономічної ситуації. Гнучка тактика монетарної політики повинна змінюватися відповідно до ситуації на ринку.

У довгостроковому горизонті результативність грошово-кредитної політики визначається її здатністю досягати кінцевих цілей, зокрема, підтримувати стабільне економічне зростання, забезпечувати стійкі ціни та

повну зайнятість в економіці. Однак, здійснення грошово-кредитної політики пов'язане зі значною часовою затримкою - лагом, оскільки її вплив на ВВП залежить від змін процентної ставки та інвестиційної активності, і результат може бути отриманий значно пізніше, ніж прийняття рішення. Якщо економічна ситуація зміниться на протилежну під час реалізації певної політики, грошово-кредитні заходи можуть мати негативний вплив на розвиток економічної системи [52].

Національний банк України визначає **підтримку цінової стабільності** як свій основний пріоритет у грошово-кредитній політиці, тобто забезпечення низьких та стабільних темпів інфляції є пріоритетом [57]. Однак для успішного функціонування економіки центральні банки повинні звертати увагу не лише на підтримку цінової стабільності, а також на **сприяння фінансовій стабільності**. Відповідно законодавство визначає для Національного банку другу за пріоритетністю ціль - досягнення фінансової стабільності.

Довгострокова стабільність національної грошової одиниці залежить від забезпечення сталого економічного розвитку, тому Національний банк України визначає своєю третьою за пріоритетністю ціллю **сприяння збереженню сталого темпу економічного зростання** та підтримка економічної політики Уряду, щоб забезпечити цю стабільність.

Грошово-кредитна політика в Україні базується на шести основних принципах:

1. Забезпечення цінової стабільності.
2. Використання облікової ставки як головного інструменту грошово-кредитної політики.
3. Гарантування інституційної та операційної незалежності Національного банку України для ефективного виконання його функцій.
4. Перспективність прийняття рішень з метою досягнення цільових показників щодо інфляції на середньостроковий період.
5. Застосування режиму плаваючого обмінного курсу.

6. Прозорість та відкритість діяльності Національного банку шляхом систематичного діалогу з громадськістю [57].

При узагальненні порівнянь теоретико-методологічних підходів до визначення сутності грошово-кредитної політики, можна виокремити наступні характеристики, що найбільш властиві цьому поняттю:

- грошово-кредитна політика здійснюється суб'єктом - центральним банком країни на основі нормативно-правової та інформаційно-методологічної баз, а також прогнозних розрахунків відповідних макроекономічних показників;
- об'єкт грошово-кредитної політики може бути множинним, таким як пропозиція грошей, ставка процента, валютний курс і швидкість обігу грошей. Центральний банк обирає один або декілька об'єктів з огляду на економічну ситуацію в країні;
- вона має чітко визначений часовий горизонт реалізації та повинна відповідати актуальному циклу економічного розвитку країни;
- грошово-кредитна політика має чітку цільову спрямованість, яка залежить від орієнтирів економічної політики держави, таких як підтримка цінової та фінансової стабільності, забезпечення відповідних темпів зростання ВВП, досягнення певної величини монетарних агрегатів (монетизації економіки), забезпечення стабільного валютного курсу, сприяння зайнятості населення тощо;
- грошово-кредитна політика потребує наявності відповідного монетарного інструментарію, який повинен бути цілеспрямовано та узгоджено застосований для досягнення її цілей.

1.2. Основні види та типи режимів монетарної політики

Головні орієнтири грошово-кредитної політики формує законодавча влада, а на практиці її впровадження здійснюють уряди, центральні банки та відповідні міністерства [16, с. 104]. Грошово-кредитна політика є ключовим механізмом опосередкованого регулювання економіки та грошового обігу. Вона визначає

напрямки та інструментарій регулювання грошового ринку та кредитування, зокрема забезпечення стабільності цін, зростання ВВП, монетизації економіки, стабільного валютного курсу та зайнятості населення.

Більшість дослідників виділяє чотири режими грошово-кредитної політики в залежності від стратегічної мети, яку обирає центральний банк:

- монетарне таргетування;
- валютне таргетування;
- інфляційне таргетування;
- змішана політика [15, с. 7].

Монетарне таргетування орієнтоване на підтримку певного рівня грошової маси в обігу та на забезпечення стабільного попиту на гроші з боку суспільства [56]. Головною метою стратегії монетарного таргетування є забезпечення грошової стабільності і контроль за зростанням фактичної кількості грошей в межах, прийнятих за запланований показник.

Монетарне таргетування базується на концептуальному обґрунтуванні монетарного правила, яке було запропоноване визначним американським економістом Мілтоном Фрідманом у 1960 році. Фрідман вважав, що в середньостроковій перспективі існує щільний зв'язок між грошима та номінальним національним доходом [7]. Такий підхід базується на існуванні стабільної функції попиту на реальні грошові залишки, залежно від реального доходу та процентних ставок. За Фрідманом, монетарна політика, що впливає на номінальний обсяг грошей, може мати значний короткостроковий вплив на економіку, але у середньостроковій перспективі ці зміни проявлятимуться тільки в цінах. Крім того, короткострокові взаємозв'язки між грошима та економікою були на той час недостатньо зрозумілими та не розглядалися у контексті стабілізації [7].

Монетарне таргетування включає зміну пропозиції грошей як основний монетарний інструмент центрального банку. Цей підхід ефективний, якщо центральний банк може контролювати пропозицію грошей і зростання грошової маси дійсно пов'язане з інфляцією в часі. Однак монетарне таргетування має свої

обмеження та не набуло популярності, оскільки попит на гроші є нестабільним і часто змінюється через інновації на фінансових ринках [7].

Згідно з режимом таргетування обмінного курсу, центральний банк має за мету забезпечити стабільність номінального обмінного курсу відносно валюти країни-якоря шляхом зміни процентних ставок та прямих валютних втручань (інтервенцій). Цей режим вимагає відповідної економічної політики, яка забезпечує близьке співвідношення темпів інфляції з країною-якорем, достатній рівень міжнародних резервів, а також збереження конкурентоспроможності та репутації країни, включаючи її інституційну, законодавчу базу та політичну стабільність.

Проте, одним з основних недоліків цього режиму є втрата автономії грошово-кредитної політики, оскільки центральний банк фактично прив'язується до тієї політики, яку провадить центральний банк країни-якоря [9].

Валютні інтервенції центрального банку, як операції з купівлі-продажу іноземних валют, є основним інструментом грошово-кредитної політики в режимі таргетування обмінного курсу. Центральний банк повинен дотримуватися жорсткого обмінного курсу для досягнення цілей таргетування обмінного курсу, але це обмежує його здатність реагувати на зміни умов торгівлі або процентних ставок. Багато країн переходять на гнучкі валютні курси, що змушує їх шукати новий номінальний якір [3].

Відповідно до режиму інфляційного таргетування, номінальний якір визначається центральним банком шляхом встановлення таргету інфляції. Основна ідея полягає в тому, що центральний банк публічно оголошує бажаний рівень інфляції і зобов'язується здійснювати монетарну політику з метою досягнення цього таргету за допомогою доступних монетарних інструментів, таких як облікова ставка. Центральний банк також прогнозує майбутні темпи інфляції та порівнює їх з цільовим рівнем, який встановлює уряд країни як прийнятний для економіки. Різниця між прогнозом та цільовим показником інфляції вказує на необхідність коригування монетарної політики. У деяких країнах цільові показники визначаються як симетричні діапазони навколо

середньої точки, а в інших (в їх числі і Україною) - лише цільовий рівень або верхня межа інфляції. Більшість розвинутих країн встановлюють цільові показники інфляції на низькому рівні - зазвичай від 1% до 3%.

Еклектична (або змішана) грошово-кредитна політика відрізняється використанням різних інструментів залежно від ситуації.

Грошово-кредитна політика має два основних типи - експансійний та рестриктивний, які визначаються напрямком і темпами зміни процентної ставки та пропозиції грошей.

Узагальнені характеристики та відмінності основних типів грошово-кредитної політики зазначені у таблиці 1.4.

Таблиця 1.4. Відмінності основних типів грошово-кредитної політики

Рестрикційна	Експансивна
- Грошово-кредитна політика (політика «дорогих грошей»), спрямована на обмеження обсягу кредитних операцій, підвищення рівня процентних ставок і гальмування темпів зростання грошової маси в обороті. - Застосовується як з метою зменшення амплітуди коливань фаз економічного циклу, так і для боротьби з інфляцією та для стабілізації грошової системи.	- Спрямована на розширення обсягів кредитних операцій, зниження рівня процентних ставок і загальне зростання грошової маси. - Застосовується з метою подолання спаду виробництва та пожвавлення ділової активності стимулюванням інвестиційних процесів та збільшення платоспроможності попиту на товари та послуги.

Джерело: складено автором на основі [56].

Під експансійною політикою розуміють збільшення пропозиції грошей, що спричиняє їх «здешевлення». Це може призвести до зростання інфляції, що називається політикою інфляції. Рестриктивна грошово-кредитна політика передбачає скорочення пропозиції грошей, що призводить до збільшення їх вартості та зменшення попиту, що може привести до зниження рівня цін і падіння економічної активності. Цю політику називають політикою дефляції. При застосуванні рестриктивної чи експансивної грошово-кредитної політики

центрального банку вживаються відповідні заходи для скорочення чи збільшення грошової маси в обігу та стимулювання кредитної емісії.

На рисунку 1.1. представлено відмінні характеристики даних політик.



Рисунок 1.1. – Мета та заходи при різних типах грошово-кредитної політики

Джерело: складено автором на основі [32].

Така політика може мати загальний (тотальний) або вибіркового (селективний) характер. Тотальна політика охоплює всі установи банківської системи II рівня, крім центрального банку країни. У свою чергу, селективна грошово-кредитна політика застосовується до окремих кредитних інститутів, їх відділень або певних видів банківських операцій [32].

Грошово-кредитна політика включає в себе різноманітні заходи, але одним з найбільш очевидних є зміна обсягів грошової маси в обігу. Це здійснюється

через зменшення чи збільшення темпів зростання грошової маси при використанні рестрикційної чи експансійної політики відповідно. Окрім цього, грошово-кредитна політика може включати такі заходи, як підвищення рівня відсоткових ставок та обмеження обсягу кредитних операцій при реалізації стримуючої політики, або розширення обсягу кредитних операцій та зниження рівня відсоткових ставок при стимулюючій політиці. Метою таких заходів є контроль інфляції, стабілізація грошової системи та збільшення ділової активності в країні.

1.3. Класифікація інструментів грошово-кредитної політики

Механізм грошово-кредитної політики дозволяє регулюючому органу країни впливати на різні сфери економіки, включаючи фінансовий сектор та реальний сектор. Цей вплив здійснюється за допомогою інструментів грошово-кредитної політики, і успішне їх застосування має важливе значення для забезпечення фінансової стійкості всієї банківської системи в Україні.

На думку Мороза А. М., інструменти грошово-кредитної політики - це регулятивні заходи, які повністю перебувають у розпорядженні регулюючого органу країни. Ці інструменти контролюються регулятором і їх використання впливає на цілі монетарної політики [50].

Центральний банк країни є посередником між державою та банківською системою і має за завдання регулювати грошові та кредитні потоки з використанням певних інструментів грошово-кредитної політики. У країнах з ринковою економікою, центральні банки мають доступ до широкого спектру засобів, методів та інструментів для регулювання грошово-кредитної політики. Використання цих засобів залежить від спрямованості економічного розвитку країни, ступеня її економічної відкритості, рівня розвиненості грошового ринку, особливостей національної банківської системи та національних традицій. Таке використання різних інструментів монетарної політики може варіюватися.

Класифікація інструментів грошово-кредитної політики може різнитися в різних країнах та залежить від конкретних умов і завдань центрального банку. Ці інструменти використовуються для забезпечення ефективного управління грошово-кредитними відносинами та досягнення макроекономічної стабільності.

Інструменти грошово-кредитного регулювання можна групувати за різними характеристиками. Так, Коваленко Д. І. та Венгер В. В. розподіляють інструменти грошово-кредитної політики таким чином:

- безпосередніми об'єктами впливу (відсоткова ставка, пропозиція грошей, валютний курс тощо);
- за строками впливу (короткострокові – тактичні, довгострокові – стратегічні);
- за формою впливу (прямі та опосередковані);
- за характером параметрів (кількісні та якісні) [32].

Майже всі інструменти грошово-кредитної політики мають загальний та опосередкований вплив на економіку. Часовий проміжок між застосуванням певного інструменту монетарної політики та його ефектом може бути значним, тому кількісний результат використання цих інструментів важко заздалегідь оцінити [32, с. 180].

Більш детальна класифікація інструментів грошово-кредитної політики з прикладами, систематизована на основі теоретичних даних дослідників, подана в таблиці 1.5.

Таблиця 1.5. Класифікація інструментів грошово-кредитної політики

Ознака	Вид інструмента	Приклади
Об'єкт впливу	Жорсткі (впливають на обсяги грошової маси)	Нормативи обов'язкового резервування, фіксований валютний курс, валютні обмеження, пряме регулювання процентних ставок, обмеження окремих видів діяльності банків
	Гнучкі (впливають на умови учасників та ціну ресурсів)	Облікова ставка, ставки за кредитами рефінансування (овернайт, репо), операції на відкритому ринку, операції своп, розміщення/погашення депозитних сертифікатів
Спрямованість регулятивного впливу	Загальні	Норми обов'язкового резервування, облікова ставка
	Селективні	Селективна політика адресного рефінансування банків; встановлення кредитних і депозитних стель; обмеження по маржі за активними операціями; обмеження за обсягами і умовами здійснення банками окремих операцій
Форма впливу	Емісійні	Емісія депозитних сертифікатів ЦБ, операції на відкритому ринку РЕПО, рефінансування, норми обов'язкового резервування
	Неемісійні	Економічні нормативи для банків, кредитні стелі, обмеження по маржі за активними операціями; обмеження за обсягами і умовами здійснення банками окремих операцій, процентна політика
Характер впливу	Прямі (адміністративні)	Встановлення «кредитних стель» для комерційних банків, мораторій на зняття депозитів, портфельні обмеження
	Опосередковані (ринкові)	Облікова ставка, норми обов'язкового резервування, операції на відкритому ринку, рефінансування, валютні свопи
Частота застосування	Постійної дії	Кредитні лінії рефінансування, депозитні сертифікати овернайт, нормативи обов'язкового резервування, операції на відкритому ринку
	Оперативного впливу	Нестандартні антикризові заходи (тимчасові інструменти кількісного і кредитного пом'якшення та збільшення ліквідності) – стабілізаційні кредити, додаткові вимоги до капіталу, ліквідності, тощо
Тривалість впливу	Короткострокові	Кредити овернайт, депозитні сертифікати тривалістю до 14 днів
	Середньострокові	Операції репо, операції на відкритому ринку, валютні інтервенції та аукціони, обмеження окремих видів діяльності банків (до 1 року)
	Довгострокові	Облікова ставка, нормативи обов'язкового резервування, економічні нормативи для банків, фіксований валютний курс, довгострокове рефінансування (понад рік)

Джерело: систематизовано автором на основі [17], [50], [48], [51].

Національний банк володіє арсеналом інструментів, які використовуються для досягнення цілей грошово-кредитної політики, і за допомогою яких регулятор впливає на рівень грошової маси та кредитного ринку. Перелік таких інструментів є широким, але задекларованим.

Статею 25 Закону України “Про Національний банк України” встановлено такі інструменти грошово-кредитної політики:

- визначення та регулювання норм обов'язкових резервів для банків;
- процентна політика;
- рефінансування банків;
- валютні інтервенції (купівля-продаж валютних цінностей на валютних ринках);
- операції з цінними паперами (крім цінних паперів, що підтверджують корпоративні права), у тому числі з казначейськими зобов'язаннями, на відкритому ринку;
- регулювання імпорту та експорту капіталу;
- запровадження на строк до шести місяців вимоги щодо обов'язкового продажу частини надходжень в іноземній валюті;
- зміна строків розрахунків за операціями з експорту та імпорту товарів;
- емісія власних боргових зобов'язань та операції з ними;
- операції з деривативними фінансовими інструментами [61].

Перший зі встановлених Законом інструментів грошово-кредитної політики є **норми обов'язкового резервів** для банків, вважається, що це один із найдавніших та традиційних інструментів центральних банків. Суть інструмента полягає у тому, що за період резервування банк зобов'язаний зарезервувати певну частину коштів, визначену нормативом резервування та враховуючи частку обов'язкових резервів, на своєму кореспондентському рахунку. Оскільки при цьому діє механізм усереднення, тобто якщо банк недорезервував певний обсяг коштів за один день, він може зробити це у наступні, то банк може сам керувати власною ліквідністю [54]. Такий інструмент дає змогу контролювати ліквідність банківської системи та згладжувати кон'юктурні її коливання.

Основним важелем реалізації процентної політики центрального банку є **облікова ставка** (ключова процентна ставка). Облікова ставка є вартістю, за якою центральний банк випускає гроші в обіг шляхом первинної безготівкової

(кредитної) емісії. Це робить облікову ставку офіційною ціною грошей, якою керуються всі інші суб'єкти грошового ринку [41].

З обліковою ставкою пов'язані інші процентні ставки, що застосовуються Національним банком України у його власних операціях з надання та вилучення коштів у банківській системі, наприклад, процентна ставка за позиками рефінансування комерційним банкам, за депозитними сертифікатами Національного банку; за інструментами постійного доступу Національного банку. Ці ставки використовуються з метою впливу на фінансовий ринок та формування очікувань економічних учасників. Розмір облікової ставки на основі комплексного макроекономічного аналізу та прогнозу встановлюється рішенням Правління Національного банку України. Наразі, в умовах війни, дієвість облікової ставки дещо знижена через ослаблену монетарну трансмісію.

Рефінансування комерційних банків як інструмент грошово-кредитної політики, що має тісний зв'язок з процентною політикою, має свої особливості. Цей інструмент ґрунтується на функції Національного банку України як "кредитора останньої інстанції" [50]. Комерційні банки звертаються до НБУ для отримання кредиту, переважно у випадках тимчасового дефіциту первинних резервів (коштів на кореспондентському рахунку в НБУ). Банки зазвичай звертаються за такими позиками на короткостроковий період, отримуючи їх на підставі обліку комерційних векселів або під заставу цінних паперів. Ці кредити відомі як обліковий та ломбардний кредити. При наданні таких кредитів НБУ збільшує первинні резерви комерційних банків і, отже, загальний обсяг грошей в обігу. Рефінансування пов'язане з задоволенням потреб банків у ліквідності, забезпеченням їх платоспроможності і фінансової стійкості [63].

Допоміжним інструментом Національного банку є *валютні інтервенції* – пряме втручання центрального банку в операції на валютному ринку шляхом купівлі-продажу іноземних валют. Мета їх використання це накопичення міжнародних резервів, підтримка трансмісії облікової ставки та згладжування надмірних коливань обмінного курсу, особливо у кризові часи. Використання даного інструменту регулюється статтями 28 та 46 Закону України "Про

Національний банк України” та деталізованою «Стратегією валютних інтервенцій Національного банку України», в якій прописані особливості та умови проведення [61], [68].

З метою підвищення обмінного курсу національної валюти, центральний банк здійснює продаж іноземної валюти, а для зниження курсу валюти він скуповує іноземну валюту на ринку. Основними джерелами коштів для здійснення валютних інтервенцій є офіційні золотовалютні резерви країни. Зміна рівня цих резервів може відображати масштаби державного втручання у формування обмінних курсів на валютному ринку. Крім того, важливим джерелом коштів для проведення валютних інтервенцій можуть бути короткострокові взаємні кредити, які надаються центральними банками один одному в національних валютах на підставі міжбанківських угод.

Центральний банк використовує *операції з цінними паперами* на відкритому ринку як ефективний інструмент макроекономічного регулювання. Якщо необхідно зменшити грошову масу в обігу, контролювати платоспроможний попит та знизити інфляцію, центральний банк продає цінні папери комерційним банкам, що зменшує первинні резерви і загальний обсяг грошової маси. Центральний банк також може продавати цінні папери іншим суб'єктам через фондовий ринок. Якщо потрібно збільшити грошову масу, центральний банк купує цінні папери від комерційних банків, підприємств і населення, що збільшує грошові залишки та обсяг грошей в обігу. Операції з цінними паперами на відкритому ринку вважаються гнучким інструментом грошово-кредитної політики, оскільки їх легко коригувати, в разі допущеної помилки варто лише зробити протилежну дію.

Зовнішні капіталовкладення та репатріація іноземного капіталу мають суттєвий вплив на грошові відносини в країні. Особливо вагомий є вплив зарубіжних фінансових інвестицій, які спрямовані на внутрішні цінні папери зі спекулятивним мотивом, зокрема державні боргові зобов'язання. Якщо привабливість державних цінних паперів зменшується, іноземний капітал виходить з країни, що призводить до девальвації національної валюти.

Національний банк України також випускає депозитні сертифікати з терміном до 90 днів як *власні боргові зобов'язання*. Депозитний сертифікат НБУ є бездокументарним борговим цінним папером, який реєструє розміщення коштів банків в Національному банку та їх право на повернення, а також на отримання відсотків після закінчення визначеного терміну. Такі операції проводяться з метою зниження надлишкової ліквідності в банківському секторі. У разі потреби Національний банк може провести позачергові тендери з розміщення депозитних сертифікатів та прийняти рішення про дострокове погашення, про що повідомляє комерційні банки.

Кожен з інструментів грошово-кредитної політики має свої унікальні особливості та переваги та недоліки, що детальніше описано в Додатку А. Також слід зауважити, що прояв ефективності деяких інструментів може залежати від часового лагу, який може бути значним в залежності від ситуації. Правильне та своєчасне використання кожного інструменту є важливим для ефективності грошово-кредитної політики.

Для реалізації грошово-кредитної політики використовуються різноманітні інструменти, які впливають на кількість грошей в економіці. Ці інструменти передають свої ефекти на реальний сектор економіки через ланцюги макроекономічних змінних, що утворюють канали трансмісії.

Фінансово-монетарний трансмісійний механізм включає декілька основних канали, які пов'язані з інструментами грошово-кредитної політики:

- **Процентний канал.** Базується на впливі змін процентних ставок на рівень кредитування та інвестицій. Збільшення процентних ставок знижує попит на кредит, що може призвести до скорочення інвестицій та споживання. Зниження процентних ставок, навпаки, сприяє зростанню кредитування та стимулює інвестиційну та споживчу активність.

- **Кредитний канал.** Зосереджується на впливі змін у кредитних умовах на банківські інститути та їх кредитну активність. Збільшення процентних ставок може підвищити вартість кредиту для банків, зменшити їхню прибутковість та збільшити ризики. Це може знизити бажання банків надавати

позики підприємствам та споживачам, обмежуючи доступність кредиту. Зниження процентних ставок, навпаки, стимулює банки до активнішого кредитування.

- **Канал активів.** Зміни в процентних ставках впливають на ціни фінансових активів, таких як акції та облігації. Зниження процентних ставок спонукає інвесторів перенести свої кошти з облігацій до акцій, що сприяє підвищенню цін акцій та стимулює інвестиційну активність.

- **Канал валютного курсу.** зміни в обмінному курсі впливають на конкурентоспроможність експортерів та імпортерів. Інтервенції центрального банку на валютному ринку можуть змінювати вартість національної валюти та впливати на експорт, імпорт і капіталовкладення.

- **Грошовий канал.** Його суть полягає у впливі змін грошової маси та грошових агрегатах на економічну активність та інфляцію. Збільшення загальної кількості грошей в обігу може стимулювати попит на товари та послуги, підтримувати споживання та інвестиції, а також сприяти економічному зростанню. Однак з іншого боку, збільшення грошової маси може призвести до збільшення рівня споживчих цін.

- **Канал очікувань.** Дії центрального банку та його комунікація можуть впливати на очікування ринкових учасників. Якщо центральний банк передбачає зростання інфляції і підвищує процентні ставки, це може змусити підприємства і споживачів затримати свої витрати, що зменшує попит та інфляційний тиск [42, с. 22], [49, с. 14].

Ці канали взаємодіють між собою, і вплив монетарної політики може бути різним в залежності від конкретних умов та економічного середовища. Монетарна політика держави у стані війни відмінна від тієї, яку вона проводить в мирний час. Наприклад, через погіршення роботи трансмісійного механізму внаслідок невизначеності ключова ставка втрачає значення основного інструменту грошово-кредитної політики, а отже і унеможлиблює проведення ефективного інфляційного таргетування. Усі інструменти мають бути використані вчасно та враховуючи як їх переваги, так і недоліки.

Висновки до розділу 1

1. У науковій спільноті немає єдиного теоретико-методологічного підходу до розкриття сутності терміну «грошово-кредитна політика». Узагальнюючи можна стверджувати, що грошово-кредитна політика є складовою загальноекономічної політики, яку здійснює держава через центральний банк з метою забезпечення економічного зростання, підвищення добробуту населення, стабільності грошової одиниці через вплив на пропозицію та ціну грошей, а також регулювання грошово-кредитних відносин між банками та іншими економічними суб'єктами.

2. Залежно від обраної центральним банком стратегічної мети розділяють такі режими монетарної політики: монетарне таргетування; валютне таргетування; інфляційне таргетування; змішана політика. За режиму інфляційного таргетування визначається ціль з інфляції, досягання якої допомагає застосування основного інструменту – облікової ставки. При валютному таргетуванні забезпечується стабільність номінального обмінного курсу по відношенню до валюти країни-якоря, основними інструментами є зміни процентних ставок та валютні інтервенції. Монетарне таргетування спрямоване на підтримання визначеного обсягу грошей в обігу та забезпечення стабільного попиту на гроші з боку суспільства. Змішане має характеристики декількох режимів одночасно. Виділяють два основні види грошово-кредитної політики залежно від напрямку та темпів зміни процентної ставки та пропозиції грошей: експансивна та рестрикційна. Експансивна має на меті стимулювання кредитної емісії, пожвавлення ділової активності та подолання спаду виробництва, рестрикційна ж політика - на скорочення грошової маси, згладжування коливань економічного циклу та боротьбу з інфляцією.

3. Грошово-кредитна політика впливає на її об'єкт шляхом передачі сигналів (імпульсів) від використаних інструментів до вибраних економічних

змінних через різні канали. Основні канали включають процентний, валютний, кредитний, грошовий та канали активів і очікувань. Щодо інструментів, їх перелік в Україні визначений Законом "Про Національний банк України", і включає такі основні інструменти, як обов'язкові резерви для банків, процентна політика, рефінансування банків, валютні інтервенції, операції з цінними паперами, емісія боргових зобов'язань та інші. Кожний інструмент має свої переваги та недоліки, а також особливості використання в залежності від контексту, наприклад у воєнні та кризові часи монетарна трансмісія може бути ослабленою, через що центральний банк змушений буде адаптувати грошово-кредитну політику та використання її інструментів під особливості конкретних умов.

РОЗДІЛ 2

АНАЛІЗ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ

2.1. Сучасний стан та особливості проведення грошово-кредитної політики України

З початком повномасштабного вторгнення росії в Україну вітчизняна економіка відчула на собі вплив дестабілізаційних процесів та кризи: спад виробництва, масова еміграція населення, окупація територій тощо. Для адаптації монетарної політики до умов війни та мінімізації її впливів на економічну ситуацію 12 квітня 2022 року Рада Національного банку України ухвалила рішення про «Основні засади грошово-кредитної політики на період воєнного стану», де були прописані ключові загрози, а також особливості проведення та впроваджені нововведення.

Пріоритетним завданням на період воєнного стану НБУ виділив надійне та стабільне функціонування фінансової та банківської системи, при цьому враховуючи забезпечення потреб оборонної здатності держави та безперерйне функціонування системи державних фінансів та об'єктів критичної інфраструктури. Також зазначено, що НБУ намагається якомога швидше повернутися до режиму інфляційного таргетування та плаваючого валютного курсу [58].

До початку повномасштабного вторгнення Національний банк притримувався «Основних засад грошово-кредитної політики на 2022 рік та середньострокову перспективу». Порівняння відмінностей основних засад грошово-кредитної політики Національного банку України до та під час воєнного стану викладено у таблиці 2.1.

Таблиця 2.1. Порівняння основних засад грошової політики до та на період воєнного стану

Засади грошово-кредитної політики	На 2022 рік та середньострокову перспективу	На період воєнного стану
<i>Ключова ціль</i>	Таргет інфляції 5% ± 1 в.п.	Стабільне фінансова система, забезпечення потреб оборони держави, системи державних фінансів та об'єктів критичної інфраструктури.
<i>Основний інструмент</i>	Облікова ставка	Залежно від потреб
<i>Режим обмінного курсу</i>	Плаваючий	Фіксований, з адміністративними обмеженнями
<i>Фінансування бюджету</i>	Заборона на фінансування державного бюджету	Національний банк може надавати підтримку державному бюджету шляхом купівлі цінних паперів

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

Дії НБУ на початку війни спрямовувалися насамперед на підтримання стабільності банківської системи та безперебійності платежів. Це було необхідно для адаптації економіки, бізнесу та населення до нових умов. З цією метою Національний банк зафіксував офіційний курс, ввів валютні обмеження, «заморозив» облікову ставку на рівні 10% та запровадив додаткові інструменти для підтримки ліквідності банківської системи. Завдяки цим крокам на початку війни, а також значному запасу міцності фінансова система гідно пройшла випробовування надзвичайно складними умовами. Згодом, у червні Національний банк підвищив облікову ставку до 25% щоб збільшити привабливість гривневих активів, зменшити тиск на валютному ринку та на міжнародні резерви.

Динаміку облікової ставки подано на рисунку 2.1. За прогнозами НБУ очікується, що такою ставка може залишитися щонайменше до кінця I кварталу 2024 року. Однак у реальному вимірі вона зростатиме через прогнозоване зниження інфляції та відповідне згасання інфляційних очікувань.

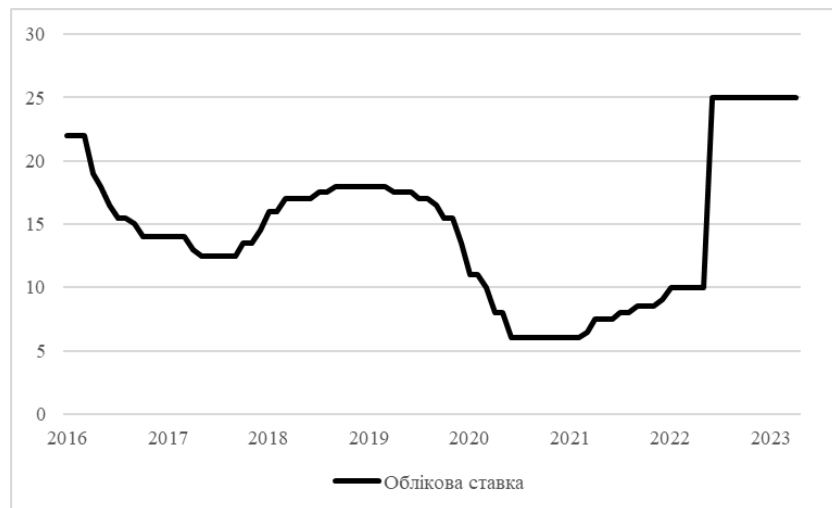


Рисунок 2.1. Динаміка облікової ставки, %.

Джерело: складено автором на основі даних НБУ [53].

НБУ вживає додаткових заходів для посилення монетарної трансмісії в умовах надлишкової ліквідності банківської системи. Зміна в обліковій ставці очікувано призвели і до зміни інших процентних ставок, наприклад, на банківські ставки кредитів та депозитів для суб'єктів господарювання та фізичних осіб, що зображено на рисунку 2.2.

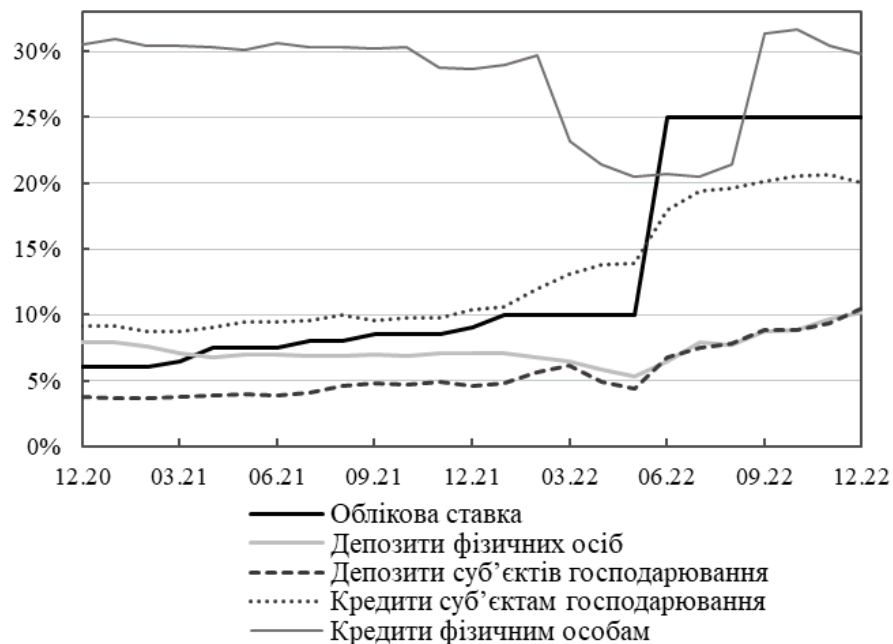


Рисунок 2.2. Облікова ставка НБУ та вартість нових депозитів і кредитів у гривнях, % річних.

Джерело: НБУ [55].

Реакція ринкових ставок на червнєве підвищення облікової ставки дещо посилилася лише наприкінці 2022 року. Ставки за кредитами фізичним особам упродовж IV кварталу 2022 р. становили близько 30% річних, а ставки за кредитами бізнесу коливалися близько 20% річних. Обсяг валових гривневих кредитів корпораціям другий квартал поспіль знижується, зокрема менш активно використовуються державні програми підтримки. Обсяги валових гривневих кредитів фізичним особам також знижуються. Аналогічний показник в іноземній валюті впав на 42% через списання державним банком кредитів фізичним особам.

Також у IV кварталі 2022 року помірно підвищилася дохідність гривневих ОВДП під час первинного розміщення. Надалі тісніший зв'язок з обліковою ставкою мала дохідність ОВДП на вторинному ринку. Її незначне зменшення в грудні пояснюється активізацією торгів з боку нерезидентів на тлі очікувань щодо можливості виведення коштів за кордон після 1 квітня 2023 року. Динаміка дохідності гривневих ОВДП представлена на рисунку 2.3.



Рисунок 2.3. Дохідність гривневих ОВДП, %.

Джерело: НБУ [76].

Однак і дохідність за ОВДП, і ставки за депозитними продуктами банків не досягали до рівня інфляції (26,6% у грудні 2022 р.), через що все ще не створювали достатніх стимулів для формування значного ринкового попиту на ОВДП та надання переваги строковим гривневим інструментам порівняно з валютними. Це негативно впливає на фінансову стабільність України, адже громадяни, не отримуючи привабливих відсоткових ставок на свої гривневі активи, стараються якнайшвидше здійснювати покупки, що створює тиск на інфляцію через зростання попиту. Також збільшується попит на долари для збереження покупчої спроможності грошей, що вимагає витрат резервів Національного банку України для підтримання стабільного курсу гривні. Повільна реакція депозитних ставок зумовлена передусім значною надлишковою ліквідністю банківської системи, недостатньою конкуренцією на депозитному ринку та обмеженим набором альтернативних інструментів для заощаджень, особливо для фізичних осіб.

Ліквідність банківської системи надалі зростала в IV кварталі 2022 року. Основним чинником було суттєве нарощування урядом видатків, особливо наприкінці року, за рахунок продажу валютних коштів. Динаміку ліквідності банківської системи України відображено на рисунку 2.4.

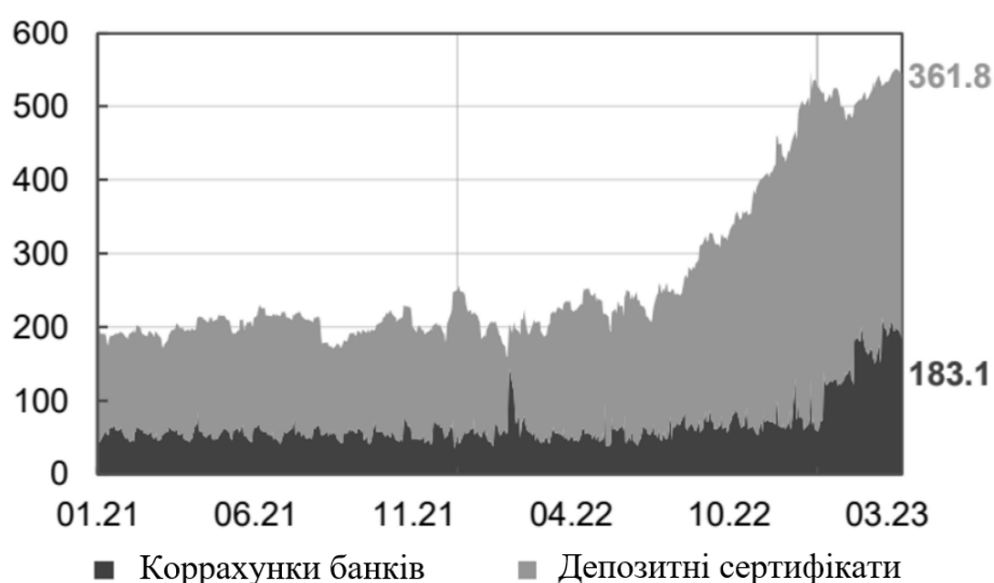


Рисунок 2.4. Динаміка ліквідності банківської системи України, млрд грн.

Джерело: складено автором на основі даних НБУ [69].

Обсяги вилучення ліквідності також були значними, передусім унаслідок інтервенцій НБУ з продажу іноземної валюти та прискореного збільшення готівки в обігу наприкінці року як через сезонний фактор, так і короткострокову реакцію на атаки рф на об'єкти енергетичної інфраструктури. Попри це профіцит ліквідності банківської системи наприкінці року сягнув рекорду (майже 415 млрд грн порівняно з 268 млрд грн у III кварталі) [31].

Так, надвисокий рівень ліквідності сконцентрований переважно в кількох найбільших банках-маркетмейкерах [64]. Це пов'язано з нерівномірністю перерозподілу в банківській системі значних за обсягами соціальних та інших виплат громадянам, зокрема військовим. Структурний профіцит банківської системи характеризується нерівномірною залежністю банківських ставок від змін облікової ставки центрального банку у напрямку зростання та зниження. Інертна цінова політика банків призводить до зростання попиту на більш ліквідні кошти до запитання та утримання значного тиску на валютний ринок.

Значний обсяг ліквідності може зберігатися і в майбутньому, насамперед через значні бюджетні витрати (у тому числі за рахунок конвертації урядом іноземної валюти). Для зв'язування вільної ліквідності НБУ з середини січня підвищив нормативи обов'язкового резервування за коштами на вимогу та на поточних рахунках у національній та іноземній валютах на 5 відсоткових пунктів. Також було заявлено, що до 50% обов'язкових резервів може бути покрито за рахунок бенчмарк-ОВДП. Це сприяло подальшому підвищенню ставок за строковими гривневими депозитами.

З початком повномасштабного вторгнення офіційний обмінний курс було зафіксовано. З 21 липня 2022 року офіційний курс гривні до долара перебуває на рівні 36,57 грн/\$. Динаміку офіційного курсу, курсу на «сірому» та готівковому ринках зображено на рисунку 2.5.

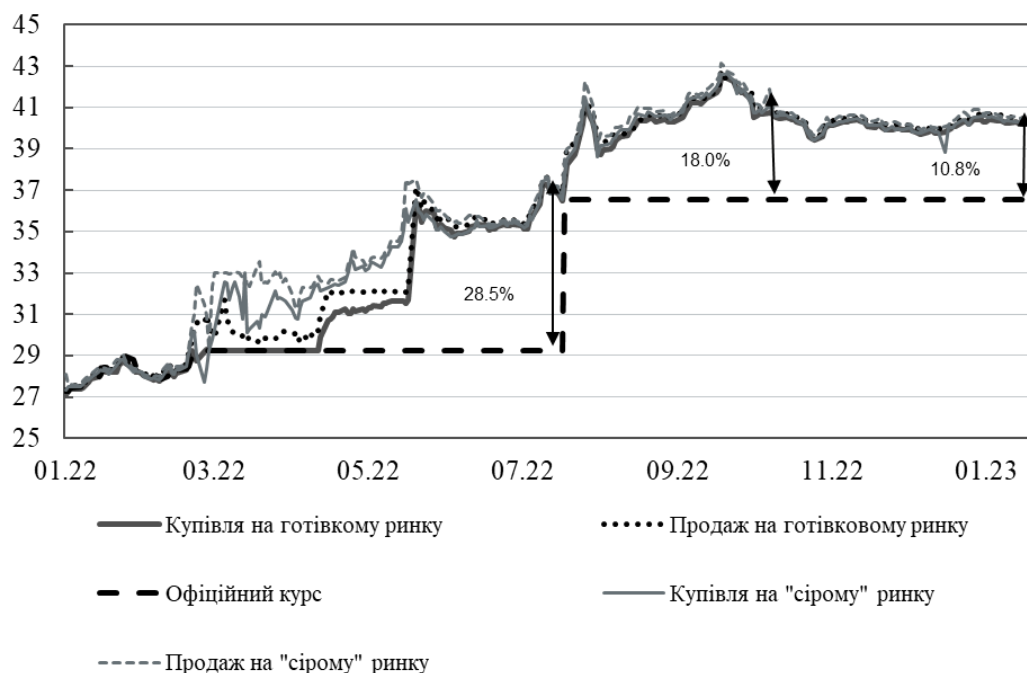


Рисунок 2.5. Обмінний курс, грн/дол.

Джерело: НБУ [69].

На валютному ринку все переважав попит, хоча співвідношення попиту та пропозиції в цілому поліпшилося. Попри масовані ракетні удари з боку росії, готівковий валютний ринок залишався стійким. Відхилення готівкового курсу від безготівкового протягом IV кварталу зберігалося на прийнятному рівні – близько 10-11%.

Курсові коливання спричинені у більшості випадків панічними настроями (обставини на фронті, паливна криза, обстріли інфраструктури і т. ін.) і різноманітними спекуляціями. Попит на міжбанківському ринку Національний банк ліквідує за рахунок своїх інтервенцій, а ситуацію на готівковому ринку регулятор контролює, обмежуючи можливість населення скуповувати валюту та стимулюючи банки підвищувати привабливість гривневих депозитів. Динаміку валютних інтервенцій НБУ наведено на рис. 2.6.

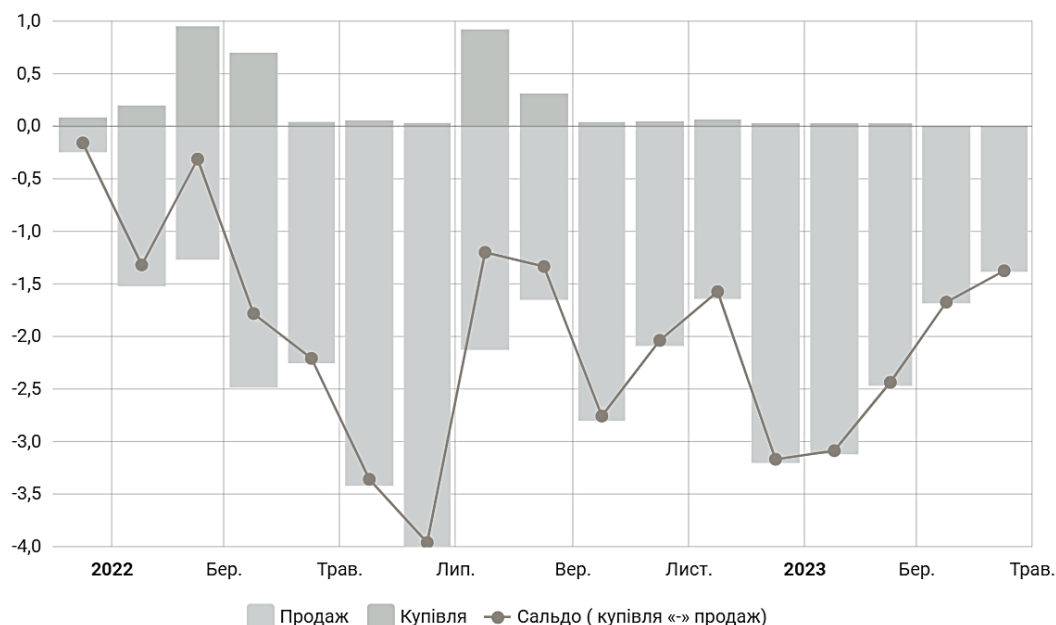


Рис. 2.6. Валютні інтервенції Національного банку, млрд дол. США в еквіваленті.

Джерело: НБУ [69].

Фіксований обмінний курс залишався номінальним якорем для забезпечення макрофінансової стабільності. Інтервенції НБУ покривали чистий попит на валютному ринку, який залишався суттєвим з огляду на наслідки війни.

Окрім фіксації валютного курсу, Національний банк заборонив здійснення більшості транскордонних валютних платежів за винятком розрахунків та отримання готівки з використанням платіжних карток за кордоном (з обмеженнями). Адміністративне регулювання стосується і міжбанківського ринку, на якому банки можуть продавати і купляти безготівкову валюту за курсом, який перевищує офіційний максимум на 1%.

Поступово бізнес та населення почали пристосовуватися до поточних умов і все більше значення в їх поведінці почала відігравати ринкова логіка ухвалення рішень. За таких умов збереження низької вартості гривневих залучень при значній інфляції створювало значний тиск на валютному ринку.

Щоб протидіяти цьому Національний банк адаптував коридор процентних ставок, який у своїх звітностях він називає «операційним дизайном монетарної політики». З 7 квітня 2023 року було введено такі зміни: зниження процентної

ставки за депозитними сертифікатами овернайт з 23% до 20%; запровадження депозитних сертифікатів на три місяці під облікову ставку 25%, обсяг яких залежить від залучень банками строкових депозитів фізичних осіб.

Такі нововведення можна вважати нестандартними, оскільки коридор процентних ставок довкола облікової став несиметричним: +2 в. п. (27% річних) для операцій з рефінансування банків, — 5 в. п. (20% річних) для операцій з депозитними сертифікатами овернайт. Також будуть здійснюватися операції за ключовою ставкою, але у лімітованому обсязі та з прив'язкою до залучень банками строкових депозитів фізичних осіб. Наочне зображення зміни операційного дизайну грошово-кредитної політики наведено на рис. 2.7.

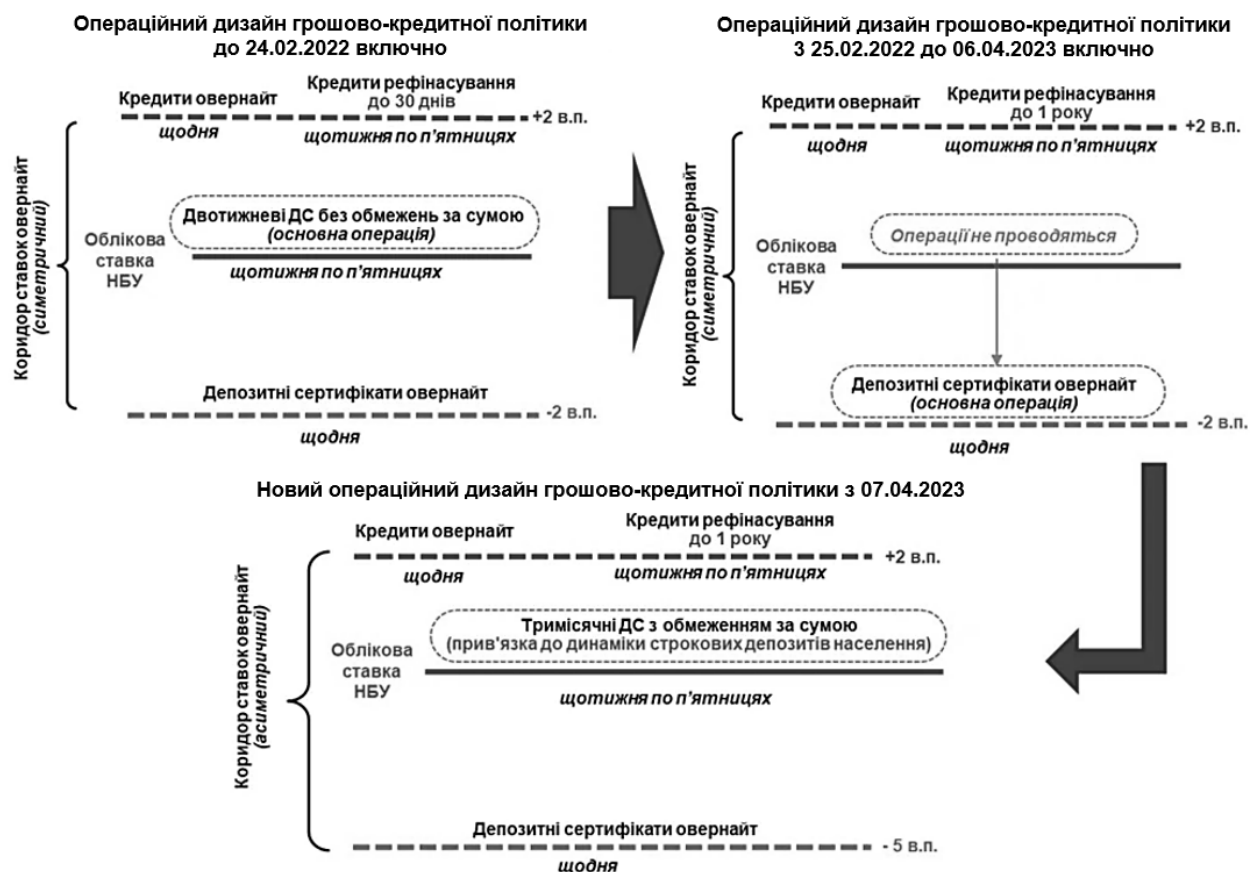


Рисунок 2.7. Зміни коридору процентних ставок НБУ впродовж повномасштабної війни.

Джерело: НБУ [62].

Зазвичай центральні банки з інфляційним таргетуванням мають симетричний коридор процентних ставок, а обсяг операцій за ключовою ставкою є найбільшим та необмеженим. Однак в умовах повномасштабної війни та зміни ролі процентної політики, НБУ впроваджує такі зміни, що дозволять посилити привабливість заощаджень в гривні.

Такі зміни в коридорі процентних ставок також сприятимуть поступовому формуванню у населення культури строкових гривневих заощаджень та подовженню строкової структури фондування банків, що в перспективі розширить їх спроможність інвестувати в довгострокові ОВДП.

У такий спосіб НБУ надасть додатковий стимул банкам залучати гривневі кошти на строкові рахунки, пропонуючи вищу процентну ставку або використовуючи інші методи заохочення вкладників. Також завдяки нововведенням Національний банк сподівається на активізацію операцій на міжбанківському кредитному ринку. Вартість ресурсів на ньому буде ще одним індикатором монетарних умов.

Натомість інша складова монетарних умов — це процентні ставки банків за депозитами. Ураховуючи заходи НБУ, можна очікувати збільшення банками ставок за депозитами для громадян терміном від трьох місяців. Ураховуючи це, очікується, що середньозважені ставки мають і надалі підвищуватися.

2.2. Огляд макроекономічної ситуації України

Війна та введення воєнного стану 24 лютого 2022 року стали непередбачуваною силою та великим викликом з економічного боку для фінансової системи держави, а також призвели до інституційного розриву та падіння циклу передвоєнної економічної динаміки.

З початком повномасштабного вторгнення цінова стабільність залишається пріоритетним завданням для НБУ, незважаючи на тимчасовий відхід від традиційного формату інфляційного таргетування із запровадженням воєнного стану. Тому аналіз чинників, що посилювали та/чи стримували

інфляційний тиск, є важливим для подальшого врахування в подальших рішеннях щодо монетарної політики.

З початку повномасштабної війни інфляція очікувано пришвидшилася (до 26.6% р/р у грудні 2022 року) переважно під впливом чинників пропозиції. Однак попри виклики війни та високоінфляційне зовнішнє середовище вона залишилася керованою та стабілізувалася наприкінці року. Споживча інфляція стабілізувалася наприкінці 2022 року, але на високому рівні. Графік динаміки індексу споживчих цін за 2018-2022 рр. наведено на рис. 2.8.

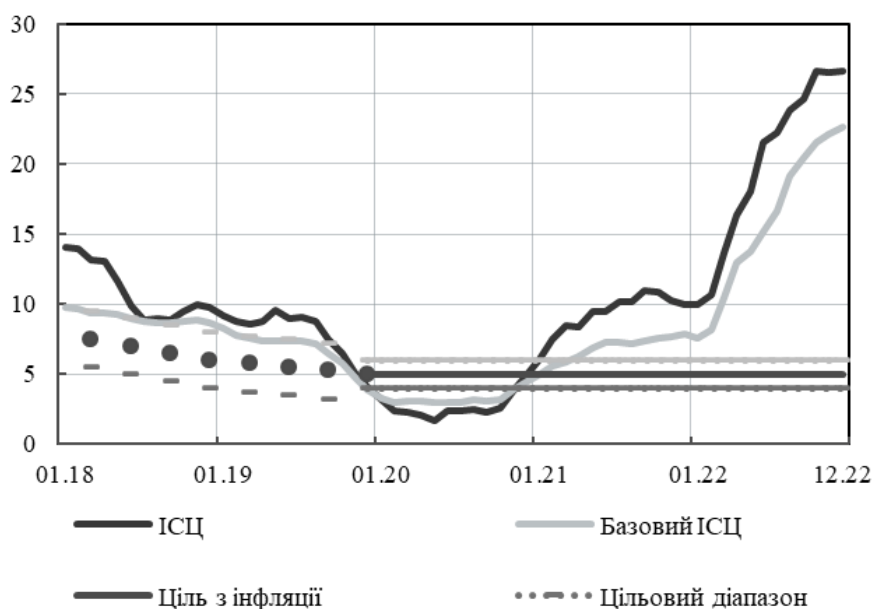


Рисунок 2.8. Споживча інфляція та оцінки основного інфляційного тренду, % р/р.

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ [46], [64].

Водночас ціновий тиск залишається значним через наслідки війни, у тому числі руйнування підприємств та інфраструктури, порушення ланцюгів виробництва та постачання. Крім того, витрати бізнесу й надалі зростали внаслідок енергетичного терору росії. Інфляційні очікування, попри стабілізацію, залишалися підвищеними. На рисунку 2.9 показано інфляційні очікування банків, підприємств, домогосподарств та фінансових аналітиків.

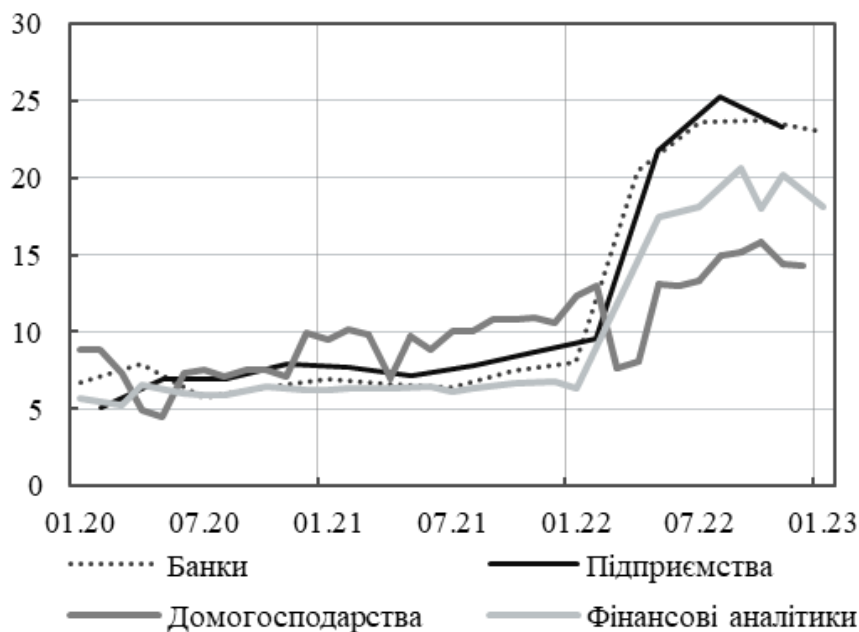


Рисунок 2.9. Інфляційні очікування суб'єктів господарювання, %.

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ [46], [64].

Як бачимо, попри високу інфляцію інфляційні очікування домогосподарств і бізнесу (які в Україні є значною мірою адаптивними) у другому півріччі стабілізувалися, а наприкінці року почали поліпшуватися.

Це, ймовірно, зумовлювалося фіксацією обмінного курсу гривні для зовнішньоекономічних операцій, зміцненням його на готівковому ринку, збереженням незмінних тарифів на ЖКП та зниженням обсягів монетизації бюджету. Наочне відображення найвпливовіших чинників формування очікувань підприємств щодо зміни цін на їхні товари та послуги подано на рисунку 2.10.

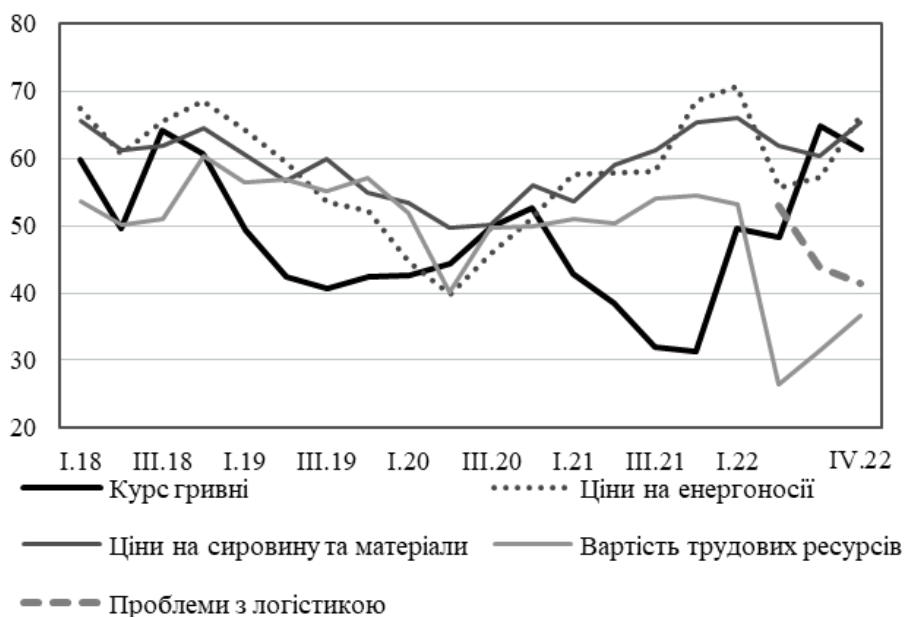


Рисунок 2.10. Найвпливовіші чинники формування очікувань підприємств щодо зміни цін на їхні товари та послуги, % респондентів

Джерело: НБУ [64].

Попри подальше відображення липневого коригування офіційного курсу в цінах на непродовольчі товари, загалом режим фіксації обмінного курсу сприяв стабілізації очікувань та керованості інфляційних процесів. Зокрема, у IV кварталі 2022 року послабився вплив чинника "курс гривні до іноземних валют" на формування очікувань підприємств щодо їхніх цін на товари та послуги (згідно з результатами опитувань щодо ділових очікувань підприємств).

Стримували посилення інфляційного тиску й висока адаптивність українського бізнесу до складних умов, а також подальша деокупація територій. Зокрема, у другому півріччі знизився за вагомістю такий чинник впливу на цінові очікування підприємств, як "проблеми з логістикою".

Деокупація частини Херсонщини в IV кварталі дала змогу розблокувати та налагодити постачання до цієї області якісніших і дешевших товарів з інших регіонів України. Тож у Херсонській області в грудні було зафіксовано дефляцію в місячному вимірі, що сприяло зменшенню розриву річної інфляції в області порівняно з середніми показниками по Україні. Утім, через близькість фронту

цей процес є досить повільним. Звільнення частини Херсонщини супроводжувалося й зниженням інтенсивності обстрілів Миколаївської області, що також мало певний дезінфляційний вплив.

Відновлення економіки України наприкінці 2022 року перервалося через перебої з енергопостачанням, спричинені атаками росії на енергетичну інфраструктуру. Важливою передумовою цього є підтримання стійкості енергетичної системи владою та ефективна адаптація бізнесу до нових умов функціонування. Фіксація курсу сповільнювала включення вартості критичного імпорту до цін, яка зростала. Замість цього, роль очікувань девальвації посилилася при встановленні цін. Однак, головним драйвером інфляційного тиску стали радикальні зміни у балансі між попитом, що включав складову обережного виходу з гривні, та пропозицією, яка постраждала через воєнну агресію. Різке зниження еластичності пропозиції, при збереженні значних бюджетних видатків, підтримуваних емісією, створило необхідність переглянути спосіб інтерпретації інфляційного тиску в Україні [33].

За оцінками Державної служби статистики у 2022 році економіка України скоротилася на 31,4% р/р. Основними причинами найглибшого спаду в історії країни були наслідки повномасштабної війни: руйнування інфраструктури та виробничих потужностей, розрив логістичних зв'язків та падіння експорту, скорочення інвестицій та слабкий споживчий попит, у тому числі через активну міграцію, а також значно нижчий, ніж рік тому, врожай [46].

Реальний та потенційний ВВП наведено на рисунку 2.11.

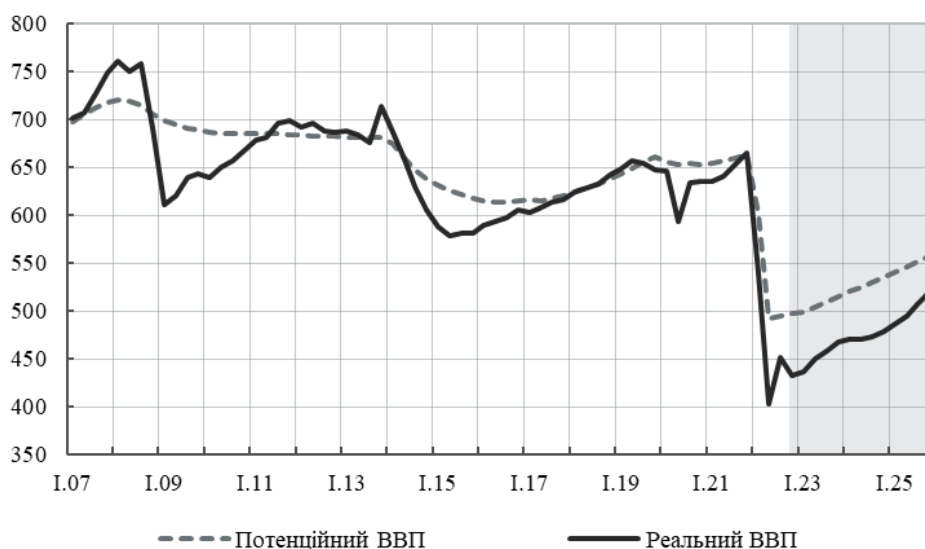


Рисунок 2.11. Реальний та потенційний ВВП, у с/с, у постійних цінах 2016 р.

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ [46], [64].

Реальний ВВП є нижчим за свій потенційний рівень через мляве відновлення внутрішнього попиту, слабкий ринок праці, а також труднощі з логістикою. Втрата ринків збуту для українських виробників під час війни зумовлює повільне повернення на них у повоєнний час, що визначатиме тривале недозавантаження наявних виробничих потужностей. Ще протягом довгого часу ризики залишатимуться високими, що негативно позначиться на інвестиційній привабливості держави.

На рисунку 2.12 внески категорій кінцевого використання в річну зміну реального ВВП. У 2022 році найбільш вагомий внесок у річну зміну ВВП внесли різко знижене споживання, та інвестиції.

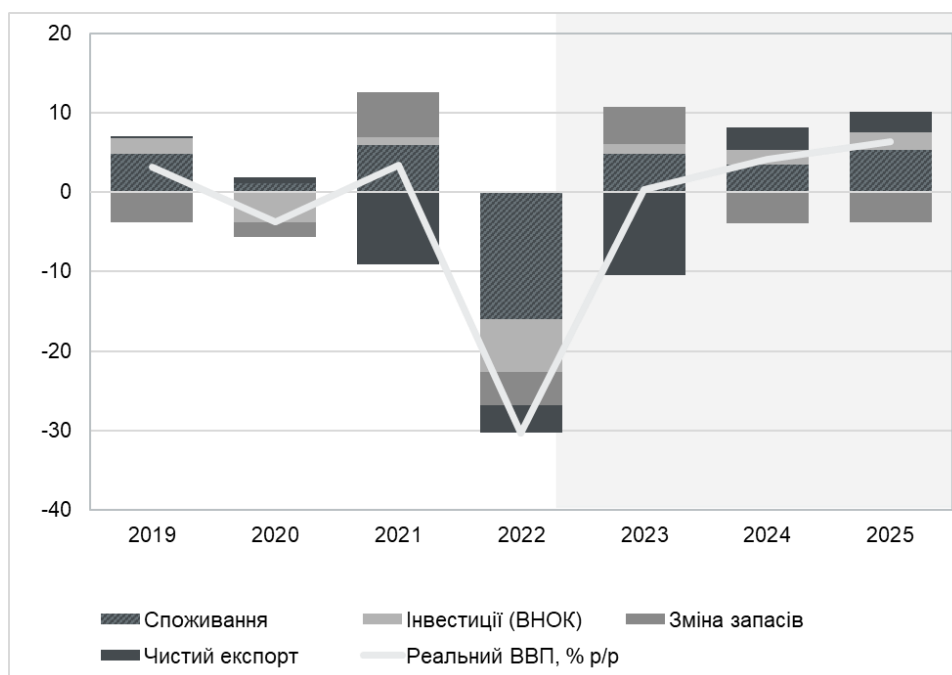


Рисунок 2.12. Внески категорій кінцевого використання в річну зміну реального ВВП, в. п.

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ [46], [64].

1 січня 2023 року українські міжнародні резерви складали 28,5 млрд доларів США. До початку березня 2023 року ця сума зросла до 29,9 млрд доларів США, головним чином завдяки надходженням від міжнародних партнерів. Це становить 88% від композитного показника Міжнародного валютного фонду (МВФ) для необхідного рівня міжнародних резервів країн-членів МВФ. Протягом 2022 року ця сума була достатньою для виконання зобов'язань України та проведення поточних операцій Національного Банку та Уряду.

Міжнародні резерви НБУ наведено на рисунку 2.13.

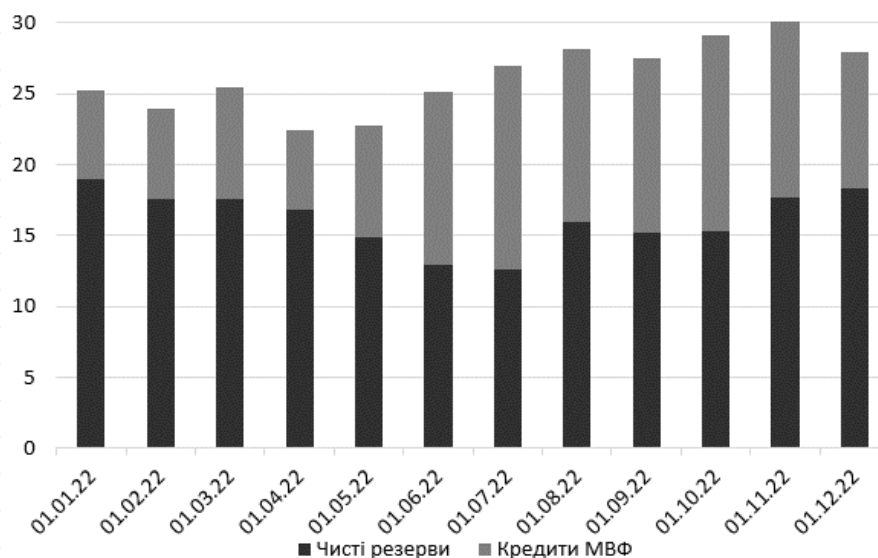


Рисунок 2.13 Міжнародні резерви НБУ в 2022 році, млрд дол. США.

Джерело: НБУ [64] .

Протягом 2022 року міжнародні резерви зменшилися на 2,5 млрд доларів США або 7,9%, але залишалися на рівні, що на 3,9% вищий, ніж на початку повномасштабної війни. Падіння рівня міжнародних резервів протягом звітнього року головним чином сталося через продаж 28,3 млрд доларів США (в еквіваленті) на валютному ринку України для покриття різниці між попитом та пропозицією. Вплив також мали платежі України за обслуговування та погашення державного боргу, зокрема перед МВФ, загальною сумою, еквівалентною 9,1 млрд доларів США.

У 2022 році основними джерелами поповнення резервів України були:

- Надходження міжнародного фінансування на рахунки уряду України в Національному банку.
- Купівля іноземної валюти на валютному ринку України.
- Розміщення валютних облігацій внутрішньої державної позики.

Головною метою управління міжнародними резервами було забезпечення оптимального співвідношення між рівнями захищеності, ліквідності та дохідності. Це співвідношення дозволяло Національному банку виконувати функції, визначені законодавством України [64].

У 2022 році Україна отримала від міжнародних партнерів безпрецедентну фінансову підтримку – близько 32 млрд. дол. США (див. рис. 2.8). Найбільше допомоги надали Сполучені Штати (12 млрд дол.), Європейський Союз (9,6 млрд дол.), Канада (1.9 млрд дол.), МВФ (2,7 млрд дол.). Ці надходження валюти дозволили профінансувати дефіцит бюджету, а також компенсувати значну частину валютних інтервенцій НБУ (25 млрд дол.) для збалансування валютного ринку та відповідно підтримки фіксованого курсу гривні. При цьому на обслуговування та погашення державного боргу уряд витратив 605 млрд грн, із яких 14% – на зовнішній борг (у липні уряд домовився з кредиторами про відтермінування виплат).

Динаміка міжнародної фінансової допомоги з початку повномасштабної війни зображена на рисунку 2.14.

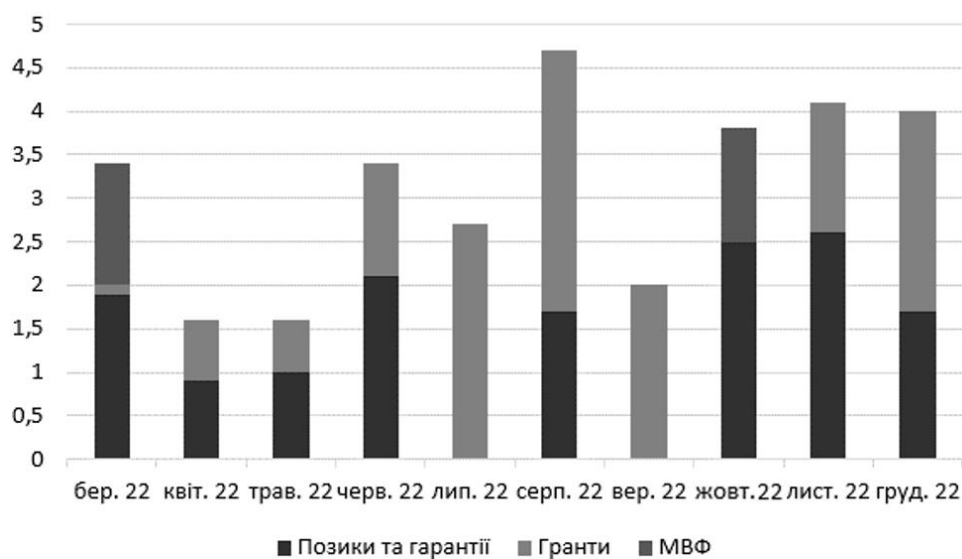


Рисунок 2.14. Міжнародна фінансова допомога з початку повномасштабної війни, млрд дол. США.

Джерело: НБУ [64].

Міжнародні організації та країни-партнери пообіцяли й надалі виділяти значні обсяги фінансування на зміцнення обороноздатності, підтримку економіки України та вирішення гуманітарних питань. Зокрема найбільші

фінансові партнери України США та Європейський Союз затвердили фінансову допомогу Україні у власних бюджетах.

Важливим у поточних важких умовах залишається продовження співпраці з Міжнародним валютним “сигнал” для інших донорів. Так, у квітні 2022 року МВФ затвердив Україні RFI (Rapid Financial Instrument) у розмірі 1,4 млрд дол. для фінансування необхідних витрат та пом’якшення фінансового шоку, спричиненого війною. Одночасно з RFI Світовий банк надав Україні фінансування у розмірі 700 млн доларів. У жовтні Рада директорів Фонду затвердила другу за рік програму невідкладної фінансової допомоги (Emergency Financing Support-EFS). Загалом фінансова допомога від МВФ у 2022 році становила 2.7 млрд дол., від Світового Банку – 1 млрд дол.

Станом на 17 травня 2023 року джерелами фінансування державного бюджету є військові облігації, кредити від міжнародних фінансових організацій, а також двосторонні кредити та гранти, що детальніше наведено на рисунку 2.15.

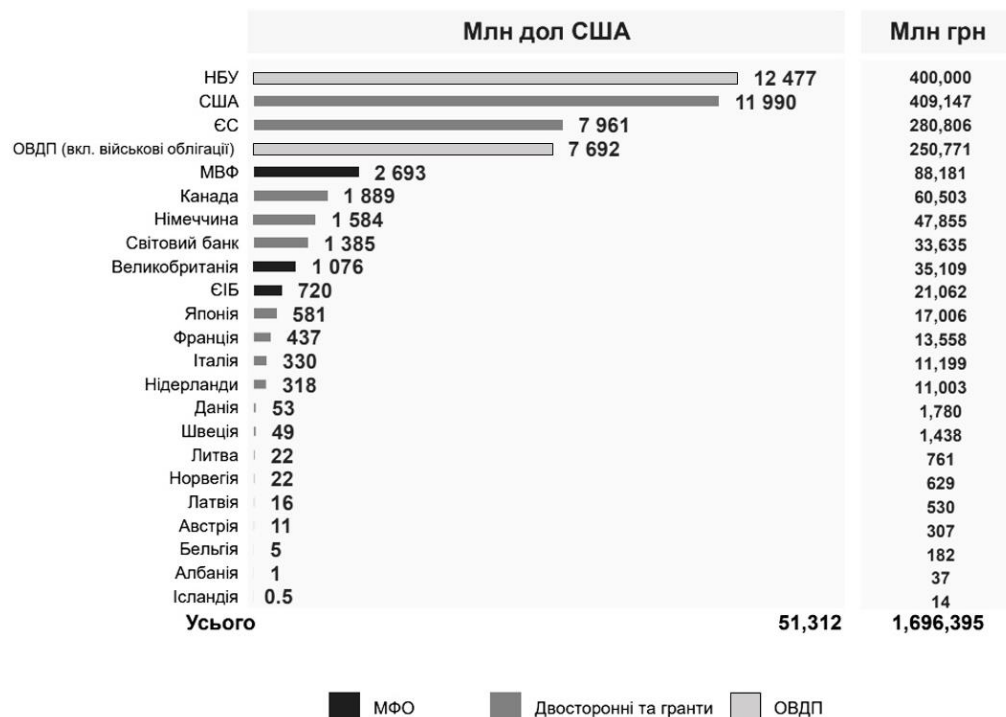


Рисунок 2.15. Джерела фінансування державного бюджету України станом на 30 грудня 2022 року.

Джерело: Міністерство фінансів України [69].

Загальний обсяг фінансування у 2023 році складає 23 мільярди доларів США або 841,6 мільярда гривень. Зокрема, від ЄС – 6 501 млн дол., облігації внутрішніх державних позик (включно з військовими облігаціями) – 6 136 млн дол., США — 4 750 млн дол.

Загалом, аналізуючи макроекономічну ситуації України та дії Національного банку, можна виділити основні фактори, що посилювали та сповільнювали інфляцію, для наочності наведено у таблиці 2.2.

Таблиця 2.2. Фактори, що посилювали та сповільнювали інфляцію

Фактори, що посилювали інфляцію	Фактори, що гальмували інфляцію
- Зростання виробничих та логістичних витрат. Пошкодження інфраструктури та активів підприємств, окупація частини територій, порушення ланцюгів постачання та виробництва, а також криза в енергетичному секторі тощо мали значний вплив на зростання цін продукції та послуг. - Монетарні чинники. Монетарна трансмісія ослабилася через обмеження на рух капіталу та профіцит ліквідності банківської системи. - Ціни на енергоресурси. Високі ціни на нафту зумовлювали подорожчання пального і транспортних послуг, що позначилося на споживчих цінах.	- Фіксація обмінного курсу. Валютні інтервенції та контроль за рухом капіталу та валютними операціями обмежували зростання собівартості товарів та послуг, також стримувалися інфляційні та курсові очікування та зменшилися ризики фінансової дестабілізації. - Адміністративні обмеження. Сповільнювали інфляцію мораторій на підвищення тарифів ЖКП та послаблення податкового навантаження на пальне. - Слабкий попит. Внаслідок негативних наслідків війни скоротилося приватне споживання та зменшився попит на споживання першочергових товарів та послуг.

Джерело: складено автором за допомогою [64].

2.3. Оцінка ефективності використання інструментів грошово-кредитної політики НБУ в умовах воєнного стану

Задля того, щоб виявити та підтвердити припущення щодо ефективності використання інструментів та заходів грошово-кредитної політики Національним банком України, потрібно звернутися до статистичного аналізу за допомогою економетричного моделювання. Проведення аналізу та побудова моделі проведено за допомогою пакету EViews. Дані взяті з офіційного сайту Національного банку України.

У даному дослідженні предметом є взаємозв'язок таких чинників, як обмінний курс, грошова маса, облікова ставка Нацбанку та зокрема їх вплив на інфляцію. Припускається, що обмінний курс, грошова маса та облікова ставка можуть слугувати ефективними інструментами монетарної політики. Тобто досліджуватиметься валютний, процентний та монетарний канали впливу.

Метою дослідження є аналіз ступеня впливу інструментів монетарної політики України на індекс споживчої інфляції через канали монетарного трансмісійного механізму на базі моделювання імпульсних реакцій макроекономічних змінних (VAR моделювання).

Модель було обрано за її переваги, що актуальні для даного дослідження. Вона дозволяє перевірити наявність та оцінити взаємовплив та взаємозв'язок різних економічних факторів. Моделі VAR широко використовуються для прогнозування та аналізу дії шоків на дестабілізацію економічних процесів у багатьох сферах як на макро-, так і на мікрорівнях. Варто також відмітити широку популярність моделі VAR у прогнозуванні саме монетарної трансмісії.

Задля більш точної та коректної роботи було модель було розроблено на місячних даних в період з січня 2002 року по лютий 2023, що також охоплює період з початку повномасштабного вторгнення в Україну (з 24 лютого 2022 року).

Дані включають наступні змінні:

- CPI – Consumer Price Index, споживча інфляція (відношення до відповідного місяця попереднього року), %. Використовується Національним банком України як головний показник споживчої інфляції. Дані взято з [29];
- KPR – Key Policy Rate, облікова ставка НБУ, %. Використовується як основний інструмент Національного банку. Дані взято з [53];
- M2 – грошовий агрегат M2, млн. грн., він включає готівкові кошти в обігу, переказні депозити в національній та іноземній валютах та інші депозити, його використовують найчастіше у подібних дослідженнях. Дані взято з [27];
- EXR – обмінний курс, грн./дол. Дані взято з [27].

Показники обрано за наступною логікою:

- Consumer Price Index відображає рівень споживчої інфляції, обраний як головний з показників цінової стабільності;
- Key Policy Rate – ключова процентна ставка НБУ, найважливіший інструмент монетарної політики. Слугуватиме процентним каналом впливу на інфляцію, вважається основним каналом трансмісійного механізму. Його дія полягає у тому, що зміна відсоткових ставок призводить до зміни обсягу споживання, заощаджень та інвестицій, і як наслідок це впливає на інфляцію;
- грошовий агрегат M2 відображає вплив грошового каналу монетарної трансмісії. За багатьма дослідженнями виявлено зв'язок надмірного збільшення грошових агрегатів та інфляції. Наслідком надмірної пропозиції грошової маси у міру досягнення деякого рівноважного значення монетизації економіки природно вважати прискорення інфляції. Вважається, що надмірна циркуляція грошей в економіці може призвести зниження їх купівельної спроможності, а також масштабна емісія спричиняє значну доларизацію економіки та руйнує довіру до грошово-кредитної політики.
- обмінний курс показуватиме вплив валютного каналу на інфляцію. В теорії, підвищення ключової процентної ставки може призвести до збільшення доходності фінансових активів, виражених у національній валюті (наприклад, державні облігації) особливо в умовах нерозвинених фінансових ринків. Це може залучити фінансових інвесторів, що зміцнить валютний курс. У свою чергу, здійснюється вплив на ціни імпортованих товарів для споживачів, знижується рівень інфляції та створюється ефект перенесення вартості зміни обмінного курсу на ціни [8], [67], [73], [75].

На початку побудови VAR-моделі проведено тест Діки-Фуллера для визначення стаціонарності часових рядів (див. рис. 2.16).

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)
 Series: CPI, EXR, KPR, M2
 Date: 04/23/23 Time: 14:11
 Sample: 2002M01 2023M04
 Exogenous variables: Individual effects
 Automatic selection of maximum lags
 Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 2
 Total number of observations: 1012
 Cross-sections included: 4

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)
 Series: CPI, EXR, KPR, M2
 Date: 04/23/23 Time: 14:13
 Sample: 2002M01 2023M04
 Exogenous variables: Individual effects
 Automatic selection of maximum lags
 Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 11
 Total number of observations: 1001
 Cross-sections included: 4

Method	Statistic	Prob.**	Method	Statistic	Prob.**
Im, Pesaran and Shin W-stat	4.25879	1.0000	Im, Pesaran and Shin W-stat	-19.2226	0.0000

** Probabilities are computed assuming asymptotic normality

Intermediate ADF test results

Series	t-Stat	Prob.	E(t)	E(Var)	Lag	Max Lag	Obs
CPI	-3.4231	0.0111	-1.530	0.745	1	15	253
EXR	0.3514	0.9805	-1.532	0.735	0	15	254
KPR	-1.8534	0.3541	-1.530	0.745	1	15	254
M2	6.1697	1.0000	-1.514	0.754	2	15	251
Average	0.3111		-1.527	0.745			

Рисунок 2.16. Тест Діки-Фуллера на визначення стаціонарності часових рядів у рівнях та перших різницях відповідно.

Джерело: розраховано автором.

Часові ряди EXR, KPR та M2 нестационарні в рівнях (їх Prob більші за 0.05) на відміну від CPI, тому протестовано виконуючи операцію перших різниць, де виявилась нестационарність ряду M2. Протестовано у других різницях, де M2 стаціонарний (див. рис. 2.17).

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)
 Series: CPI, EXR, KPR, M2
 Date: 04/23/23 Time: 14:13
 Sample: 2002M01 2023M04
 Exogenous variables: Individual effects
 Automatic selection of maximum lags
 Automatic lag length selection based on SIC: 6 to 11
 Total number of observations: 971
 Cross-sections included: 4

Method	Statistic	Prob.**
Im, Pesaran and Shin W-stat	-16.1226	0.0000

** Probabilities are computed assuming asymptotic normality

Intermediate ADF test results

Series	t-Stat	Prob.	E(t)	E(Var)	Lag	Max Lag	Obs
D(CPI,2)	-6.4687	0.0000	-1.456	0.818	11	15	241
D(EXR,2)	-10.206	0.0000	-1.456	0.818	10	15	242
D(KPR,2)	-10.493	0.0000	-1.476	0.795	6	15	247
D(M2,2)	-7.7370	0.0000	-1.456	0.818	10	15	241
Average	-8.7262		-1.461	0.812			

Рисунок 2.17. Тест Діки-Фуллера на визначення стаціонарності часових рядів у других різницях.

Джерело: розраховано автором.

Тобто за отриманими результатами тесту Діки-Фуллера на стаціонарність рядів можна стверджувати про стаціонарність часового ряду CPI в рівнях, рядів EXR та KPR в перших та M2 в других різницях. Отже, дві змінні є інтегрованими першого порядку, одна змінна інтегрована другого порядку та одна змінна стаціонарна в рівнях при 5% рівні значимості. Оскільки часові ряди інтегровані різного порядку, то коінтеграційного зв'язку немає.

Спочатку створено VAR-модель з налаштуваннями за замовчанням з двома лагами та задля правильної специфікації моделі перевірено оптимальну довжину лагу за допомогою Lag Length Criteria (див. Додаток Б). Результатами тесту визначено різні оптимальні лаги в залежності від інформаційних критеріїв.

Обрані лаги протестовано за допомогою Lag Exclusion Test (див. Додаток В), та поступово виключено незначимі лаги. Специфікована модель має покращені інформаційні критерії, зокрема критерій Акайке, статистичний інформаційний критерій, що дозволяє визначити правильність специфікації моделі, що можна побачити на рисунку 2.18 (повний аутпут моделі див. Додаток Д).

R-squared	0.992299	0.362127	0.498284	0.809091
Adj. R-squared	0.990074	0.177853	0.353344	0.753939
Sum sq. resids	221.9422	173.3975	240.3766	7.01E+10
S.E. equation	1.110411	0.981488	1.155606	19736.25
F-statistic	446.0304	1.965154	3.437866	14.67030
Log likelihood	-324.9483	-296.1925	-334.2438	-2604.966
Akaike AIC	3.244191	2.997361	3.323981	22.81516
Schwarz SC	4.029192	3.782361	4.108981	23.60016
Mean dependent	12.91103	0.134065	0.077253	68.62844
S.D. dependent	11.14557	1.082456	1.437055	39787.18
Determinant resid covariance (dof adj....	2.66E+08			
Determinant resid covariance	94873707			
Log likelihood	-3462.329			
Akaike information criterion	31.53931			
Schwarz criterion	34.67931			

Рисунок 2.18. Переоцінена модель.

Джерело: розраховано автором..

Ймовірну екзогенність змінних перевірено тестом Грейнджера (див. Додаток Ж). За результатами тесту Грейнджера на екзогенність можна стверджувати про ендогенність усіх досліджуваних змінних, адже Prob менше за 0.05. Виходячи з проведеного аналізу, результатів діагностики моделі,

емпіричних розрахунків та логічних висновків всі змінні повинні залишитись у блоці ендогенних.

Для оцінки правильної специфікації оціненої VAR моделі було проведено аналіз залишків. Для цього було проведено LM тест на визначення наявності автокореляції залишків. Гіпотези: нульова – серійна кореляція відсутня до лагу h ; альтернативна – наявність серійної кореляції. Результати тесту наведено на рисунку 2.19, де за Prob, яка для більшості лагів більша за 0,05 можна зробити висновок про відсутність серійної кореляції залишків.

VAR Residual Serial Correlation LM Tests
Date: 04/21/23 Time: 17:05
Sample: 2002M01 2023M04
Included observations: 233

Null hypothesis: No serial correlation at lag h

Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	17.50400	16	0.3537	1.098088	(16, 455.8)	0.3538
2	12.57342	16	0.7037	0.784562	(16, 455.8)	0.7037
3	27.80155	16	0.0334	1.763759	(16, 455.8)	0.0334
4	14.09753	16	0.5914	0.881121	(16, 455.8)	0.5915
5	30.85691	16	0.0140	1.964135	(16, 455.8)	0.0141
6	10.76375	16	0.8238	0.670324	(16, 455.8)	0.8239
7	23.85466	16	0.0927	1.506866	(16, 455.8)	0.0928
8	17.59742	16	0.3480	1.104060	(16, 455.8)	0.3481
9	42.91892	16	0.0003	2.768228	(16, 455.8)	0.0003
10	26.24845	16	0.0506	1.662410	(16, 455.8)	0.0507
11	23.60333	16	0.0985	1.490582	(16, 455.8)	0.0986
12	33.27583	16	0.0068	2.123713	(16, 455.8)	0.0068
13	30.77441	16	0.0144	1.958707	(16, 455.8)	0.0144
14	30.90692	16	0.0138	1.967426	(16, 455.8)	0.0138
15	31.25700	16	0.0125	1.990472	(16, 455.8)	0.0125
16	14.24429	16	0.5805	0.890436	(16, 455.8)	0.5806
17	24.79145	16	0.0736	1.567641	(16, 455.8)	0.0736
18	13.58667	16	0.6295	0.848720	(16, 455.8)	0.6296
19	24.33437	16	0.0825	1.537972	(16, 455.8)	0.0825
20	10.67589	16	0.8290	0.664789	(16, 455.8)	0.8291

Рисунок 2.19. Перевірка на серійну автокореляцію залишків.

Джерело: розраховано автором.

Перевірку залишків на білий шум проведено за допомогою Діки-Фуллер тесту та відображено на рисунку 2.20. Гіпотези тесту: нульова – залишки не є білим шумом; альтернативна – залишки відтворюють білий шум. Отже, проведений тест вказує на стаціонарність залишків кожного окремого рівняння (Prob для RESID01-04 менші за 0,05), а також дозволяє зробити загальний висновок про те, що залишки розробленої VAR-моделі є білим шумом (сукупна Prob також менше за 0,05).

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)
 Series: RESID01, RESID02, RESID03, RESID04
 Date: 04/21/23 Time: 17:08
 Sample: 2002M01 2023M04
 Exogenous variables: Individual effects
 Automatic selection of maximum lags
 Automatic lag length selection based on SIC: 0
 Total (balanced) observations: 928
 Cross-sections included: 4

Method	Statistic	Prob.**
Im, Pesaran and Shin W-stat	-31.9994	0.0000

** Probabilities are computed assuming asymptotic normality

Intermediate ADF test results

Series	t-Stat	Prob.	E(t)	E(Var)	Lag	Max Lag	Obs
RESID01	-15.675	0.0000	-1.532	0.735	0	14	232
RESID02	-14.921	0.0000	-1.532	0.735	0	14	232
RESID03	-15.359	0.0000	-1.532	0.735	0	14	232
RESID04	-15.040	0.0000	-1.532	0.735	0	14	232
Average	-15.249		-1.532	0.735			

Рисунок 2.20. Перевірка залишків на білий шум.

Джерело: розраховано автором.

Нормальність розподілу залишків перевіряємо за допомогою Normality Test (див. Додаток 3). Згідно з результатами тесту розподіл залишків не є нормальним, така проблема притаманна недостатньо великим вибіркам, адже припускається, що зі збільшенням кількості обстежень розподіл залишків має прямувати до нормального.

Важливим інструментом аналізу чутливості показників VAR моделі до дії зовнішніх шоків є побудова імпульсних функцій відгуків. В даному випадку метою є дослідження того, наскільки чутливим є CPI до зміни обмінного курсу, грошового агрегату M2 та ключової ставки НБУ, імпульсну функцію відгуків CPI до шоків наведено на рисунку 2.21.

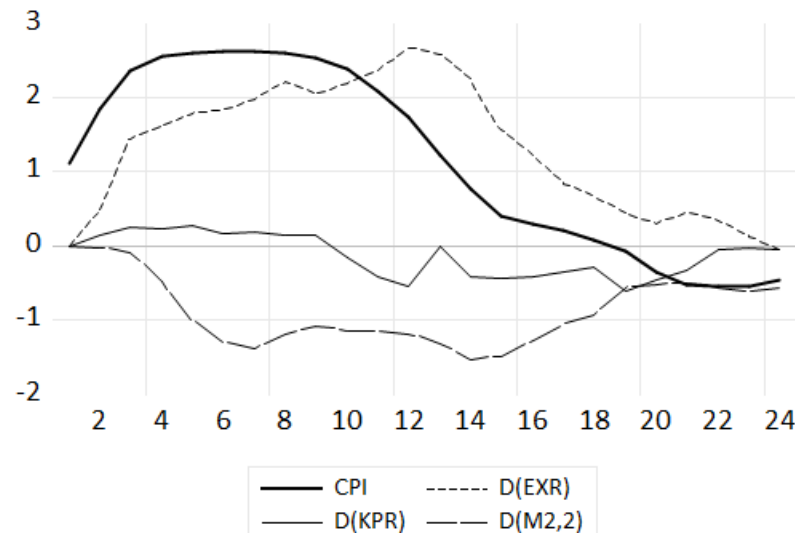


Рисунок 2.21. Імпульсна функція відгуків споживчої інфляції на шоки.

Джерело: розраховано автором.

У випадку з реакцією інфляції на шоки затухання відбувається приблизно на 12-14 періодах. Вимогою до VAR моделі є спадний (до нуля) характер функцій імпульсних відгуків, оскільки шок, який стався з часом (збільшенням періоду упередження) нівелюється. Усі імпульсні функції відгуків досліджуваних факторів мають спадний характер (див. Додаток II).

Далі було побудовано декомпозицію дисперсій. Аналіз графіків декомпозиції дисперсій, наведених на рисунку 2.22, показує про істотну залежність споживчої інфляції від обмінного курсу.

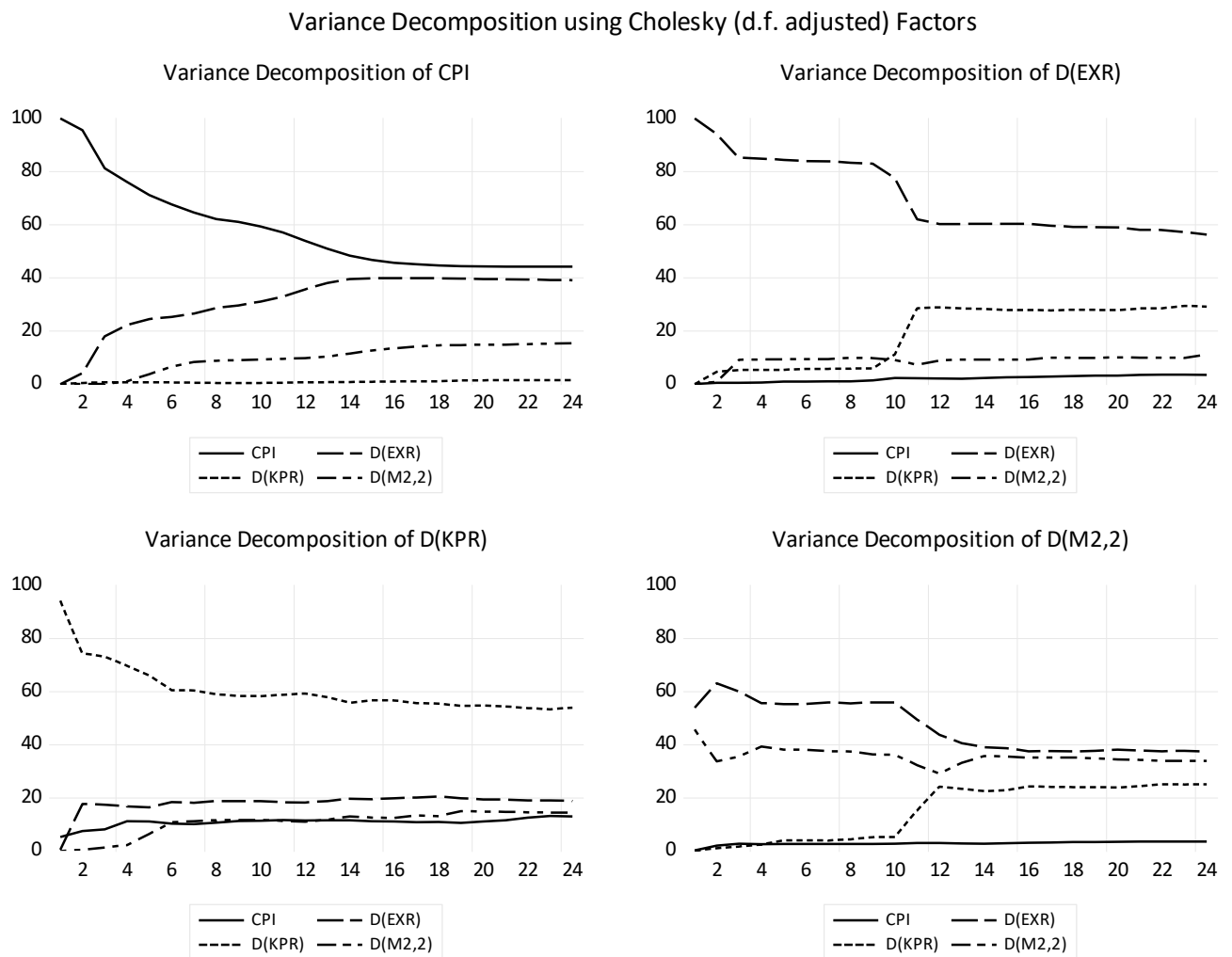


Рисунок 2.22. Декомпозиція дисперсій.

Джерело: розраховано автором.

З графічного відображення декомпозиції дисперсії Чолеського робимо висновки:

- Існує дуже істотна залежність інфляції від обмінного курсу, майже 40%, набагато менше інфляція залежить від грошової маси, на 15%, та найменший вплив має облікова ставка, приблизно 1%, що є несподіваним. Однак варто зауважити, що вплив облікової ставки трохи збільшується з наступними періодами, що каже нам про значний лаг у дії ставки на інфляцію;
- Обмінний курс залежить найбільше від самого себе на 57%, на 29% від ключової ставки та лише трохи від грошового агрегата M2, 10%, вплив інфляції незначимий;

- На облікову ставку вплив усіх факторів незначимий, проте найбільший вплив з них має обмінний курс - 19% та грошовий агрегат М2 – 15%. Вплив інфляції на грошову ставку є невеликим;

- На грошовий агрегат М2 великий вплив справляють як сам агрегат, так і обмінний курс, на 37%, облікова ставка впливає на 25%. Вплив інфляції є незначним.

Тобто на інфляцію впливає не так облікова ставка чи грошова маса, як обмінний курс. Це може пояснюватись ефектом переносу через велику імпортозалежність та відкритість національної економіки.

Потрібно також сказати, що впливовість облікової ставки на інфляцію залежить від багатьох факторів, в тому числі і довірі населення та бізнесу до Національного банку України. Останнім часом можна спостерігати збільшення впливовості даного інструменту. Успіх залежить від узгодженості державної політики. Її ефективність полегшує досягнення завдань грошово-кредитної політики.

Щодо прогнозу на майбутні періоди, то тут важливо уточнити, що в умовах війни важко передбачити економічні процеси, адже вони сильно залежать від ситуації на фронтах, окупації/деокупації територій, рівня виробництва окремих регіонів тощо. Тож до подальшого прогнозу варто ставитись скептично, бо також важко передбачити наміри Національного банку України щодо регулювання окремих сфер грошово-кредитної політики через її інструменти.

Розроблений прогноз має на меті показати загальний тренд макроекономічних показників. Прогноз з квітня по грудень 2023 року представлено на рисунку 2.23 (таблицю з прогнозними значеннями див. у Додатку К).

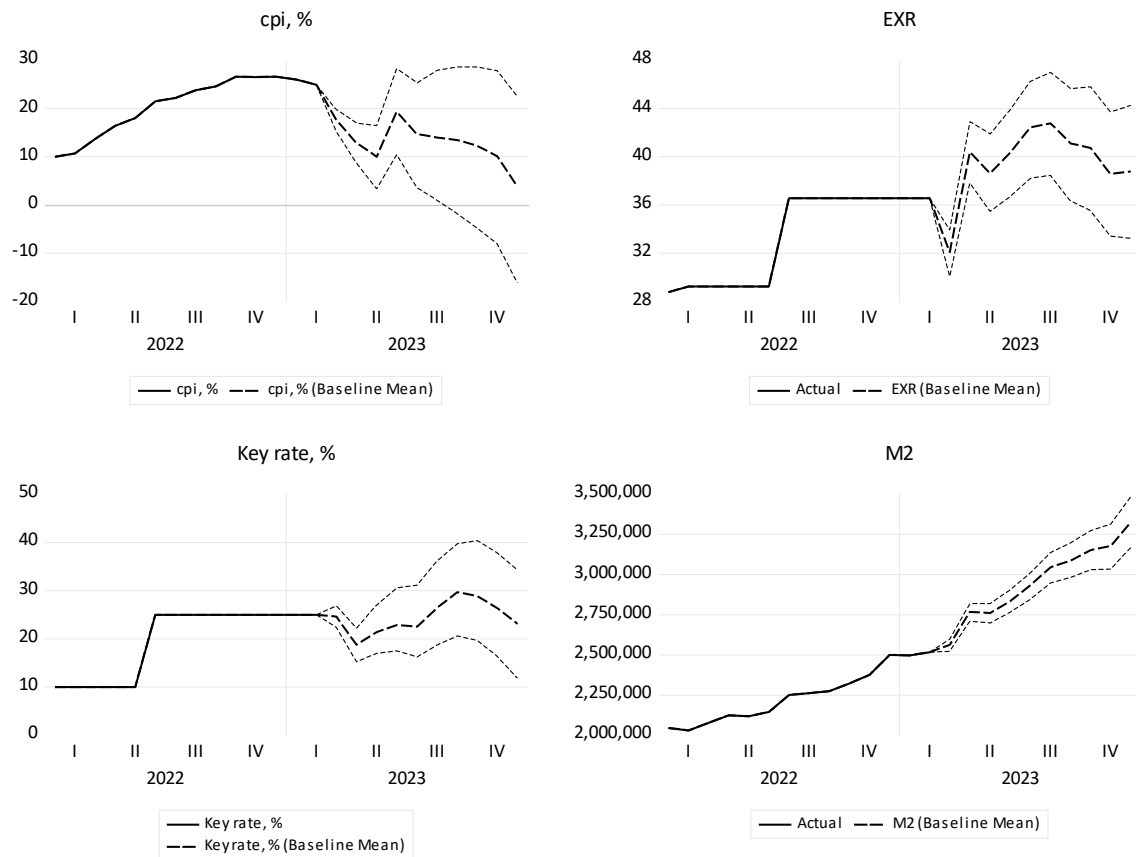


Рисунок 2.23. Прогноз макроекономічних показників до грудня 2023 року.

Джерело: розраховано автором.

Як видно з представленого прогнозу, споживча інфляція має поступове спадання до кінця року, грошовий агрегат M2 протягом усього прогнозованого періоду буде зростати. За даним прогнозом припускається відпускання фіксованого обмінного курсу та зміна облікової ставки. Тож, обмінний курс до III кварталу має різке зростання, згодом ситуація на валютному ринку стабілізуватиметься. Щодо облікової ставки, то до II кварталу 2023 вона має тенденцію до зменшення, проте згодом має зростати, скоріш за все таке відбуватиметься при поверненні Національного банку України до курсу інфляційного таргетування.

Прогнозна якість представлена на рисунку 2.24.

Forecast Evaluation				
Date: 04/28/23 Time: 13:10				
Sample: 2023M03 2023M12				
Included observations: 10				
Evaluation sample: 2023M03 2023M12				
Number of forecasts: 4				
Evaluation statistics				
Forecast	RMSE	MAE	MAPE	Theil U1
CPI	3.627540	3.627540	17.03070	0.093080
KPR	3.338223	3.338223	15.67241	0.072668
EXR	10.81704	10.81704	50.78422	0.202502
M2	2562741.	2562741.	27.19359	0.126937

Рисунок 2.24. Критерії прогнозної якості.

Джерело: розраховано автором.

Значення RMSE та MAE невеликі. Значення даних критеріїв у ряду M2 є великим через те, що вимірюється він у великорозрядних числах (одиниці виміру у млн. грн.). Сірим виділено ряд з найкращими показниками критеріїв прогнозної якості.

Значення MAPE для CPI, EXR, KPR, M2 <50%, що є задовільно.

Критерій Тейла має маленькі значення більш наближені до нуля ніж до одинці, тому прогноз можемо вважати задовільної точності. Отже модель є адекватною та має задовільну прогнозну якість.

Висновки до розділу 2

1. Війна залишила свій відбиток на українській економіці: зруйновані підприємства та критична інфраструктура, розірвані логістичні ланцюги та постачання. Впродовж 2022 року споживча інфляція, а також інфляційні очікування суб'єктів господарювання зростали. Інфляційний тиск посилювали зростання виробничих та логістичних витрат, високі ціни на енергоресурси, ослаблення монетарної трансмісії. Тим часом гальмували зростання інфляції фіксований обмінний курс, адміністративні рішення тощо. Серед чинників формування очікувань підприємств щодо зміни цін на їх товари та послуги найвпливовішим був курс гривні та ціни на сировину та матеріали. Офіційний

обмінний курс був фіксований НБУ з початку війни, купівля/продаж на готівковому ж ринку очікувано різко зростав півроку, після чого зростання повільніше.

2. З 12 квітня 2022 року монетарна політика підпорядковується «Основним засадам грошово-кредитної політики на період воєнного стану», де були прописані нові умови її впровадження та змінені пріоритети. Так, головними завдання наразі виділено забезпечення потреб оборонної здатності держави, стабільне функціонування фінансової та банківської системи, а також безперебійне функціонування системи державних фінансів та об'єктів критичної інфраструктури. Також Національний банк змінив коридор процентних ставок довкола облікової ставки на асиметричний: +2 в. п. (27% річних) для операцій з рефінансування банків, — 5 в. п. (20% річних) для операцій з депозитних сертифікатів овернайт. Операції за ключовою ставкою будуть здійснюватись у лімітованому обсязі та з прив'язкою до залучень банками строкових депозитів фізичних осіб. Такі кроки мають сприяти зростанню привабливості гривневих активів, що дозволить перейти до активнішого пом'якшення обмежень на валютному ринку без загроз для курсової стійкості та зниження інфляції.

3. Імпульсна функція відгуків вказує на затухання реакції інфляції на шоки відбувається на 12-14 періоди. Проведений аналіз декомпозиції дисперсій показав, що на інфляцію значний вплив має обмінний курс, однак облікова ставка не має значного впливу, як і грошова маса. Прогноз до кінця 2023 року вказує на поступове зменшення інфляції; обмінний курс, якщо Національний банк відпустить його, буде мати зростання; грошова маса M2 буде зростати і надалі; облікова ставка може коливатися з 20 до 30%. Однак важливим уточненням є непередбачуваність подій у воєнній сфері, що має неабиякий вплив на вітчизняну макроекономічну ситуацію.

РОЗДІЛ 3

НАПРЯМИ УДОСКОНАЛЕННЯ ВІТЧИЗНЯНОЇ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛТИКИ

3.1. Ризики воєнного часу та проблеми вітчизняної грошово-кредитної політики

У сучасній Україні існує значна кількість проблем у галузі грошово-кредитних відносин, які можуть бути вирішені для прискорення ринкового реформування економіки. Ці проблеми мають пряму залежність від важливих практичних завдань, пов'язаних з поліпшенням механізму реалізації грошово-кредитної політики центрального банку та підвищенням ефективності її інструментів, з поступовим зсувом акцентів на ринкові механізми впливу.

До вже наявних проблем у сфері грошово-кредитних відносин з початком повномасштабного вторгнення додалися і ризики, пов'язані безпосередньо з війною. Вони впливають на ефективність грошово-кредитної політики як напряму, так і опосередковано, послаблюючи канали впливу монетарної трансмісії.

Загалом можна виділити декілька основна проблеми, що заважають монетарній політиці досягати поставлених цілей. Так, основними проблемами та ризиками можна визначити високу інфляцію, недієвість монетарної трансмісії, неузгодженість дій Національного банку України із діями Уряду, жорстка монетарна політика та високі процентні ставки, а також низьку інвестиційну активність бізнесу та держави.

Узагальнені проблеми сучасної грошово-кредитної політики та ризики, пов'язані з її функціонуванням в умовах воєнного стану, описані у таблиці 3.1.

Таблиця 3.1. Проблеми та ризики грошово-кредитної політики в умовах воєнного стану

Проблема	Сутність та причини
Висока інфляція	- Через немонетарний характер інфляції, викликаний воєнними чинниками, зростанням вартості витрат, девальвацією гривні та імпортом інфляції, інструменти грошово-кредитної політики не мали очікуваного впливу. - Банківські кредити та депозити залишаються малими в порівнянні іншими економічними процесами, як наслідок маємо неефективний процентний канал впливу. - Надлишок банківської ліквідності та відсутність потреб банків у додатковому фондуванні не стимулює банки до підвищення ставок за депозитами та залучення додаткових заощаджень населення, що могло б переорієнтувати споживчі настрої.
Недієвість монетарної трансмісії	- Кредитний та депозитний канали залишаються незначними за обсягами для помітного впливу на інвестування та споживання в реальній економіці. - Банківська система надміру ліквідна, що робить її інертною до змін параметрів процентної політики. - Валютний канал залишається недієвим для забезпечення притоку коштів нерезидентів у вітчизняні цінні папери у зв'язку з високими воєнними ризиками. - Очікування економічних суб'єктів є неринковими і переважно диктуються вимогами безпеки, що знижує ефективність імпульсів процентної політики.
Низька інвестиційна активність бізнесу та держави	- Політика НБУ наразі спрямовується виключно на досягненні інфляційних цілей, що негативно позначається на можливостях кредитування бізнесу (відповідне підвищення ставок для бізнесу до 20% обмежило доступність коштів). - Звуження фінансового посередництва на перевагу державних облігацій та депозитних сертифікатів НБУ (через їх прибутковість та безризиковість) та зменшення привабливості інвестиційних кредитів негативно впливають на виконанні класичних функцій посередництва. - Нерозвинений фондовий ринок ускладнює залучення додаткових коштів підприємств.
Неузгодженість дій НБУ та Міністерства фінансів	- З'явилась проблема заблокованості ринкового залучення внутрішніх державних позик. НБУ з міркувань інфляційних пріоритетів підвищив облікову ставку значно вище рівня інфляції (25%). Однак, такий рівень процентної ставки не був відповідним до фіскальних спроможностей Уряду, чії доходи номінально і реально скоротилися через падіння ВВП. В результаті банки зайняли вичікувальну позицію з надією на більш високі ставки ОВДП і поступово знижували їх обсяг у своєму портфелі. - Потреба Уряду у додаткових гривневих позиках забезпечувалась за рахунок емісії НБУ. Загалом профінансовано близько 25% дефіциту державного бюджету (400 млрд грн). Проведення подальшого емісійного фінансування дефіциту бюджету протирічить діям НБУ у сфері грошово-кредитного регулювання, а саме підвищення облікової ставки.
Жорстка монетарна політика та високі процентні ставки	- Підвищення процентних ставок в умовах слабкої монетарної трансмісії та домінування структурних шоків не дає антиінфляційних ефектів та провокує зниження ефективності фінансового посередництва, викривлює стимули діяльності банківської системи та гальмує економічне зростання. - Надміру високі процентні ставки також провокують такі негативні явища як: посилення нерівності; підвищення рівня доларизації боргових зобов'язань; посилення ризиків боргової стійкості.

Джерело: узагальнено автором на основі проведеного дослідження та [21], [33].

Основою для інфляційних сплесків під час активних воєнних дій є поєднання декількох факторів: зниження обмінного курсу, девальваційних очікувань та зростання обсягів бюджетних видатків, які фінансуються шляхом

збільшення портфеля державних цінних паперів на балансі Національного банку. Ці фактори також впливають на процеси встановлення цін, зокрема в секторі природних монополій, що формально представляють зміни в компонентах індексу споживчих цін, на які, здавалося б, монетарна політика не має прямого впливу [33].

Також серед причин прискорення інфляції за 2022 рік переважали причини немонетарного характеру, зокрема напряду пов'язану з війною, імпортом інфляції та світовим подорожчанням енергоносіїв.

До прикладу, через війну було порушено ланцюги збуту, знищено виробничі потужності багатьох підприємств, що збільшило потребу в імпорті (сіль, оцет, інші продовольчі товари тощо), через що відбувається додатковий тиск на обмінний курс та призводить до імпорту інфляції [20]. До того ж вітчизняні виробники, що втратили обороти реалізації товарів та ускладнені умови виробництва мають компенсувати збитки підвищенням цін на продукцію.

Воєнний конфлікт та структурна криза поглиблюють проблему фінансового посередництва. Нестача ліквідності в державних фінансах та реальному секторі може супроводжуватися надлишком ліквідності в банківській системі. Це вимагає перегляду не тільки рівня жорсткості монетарних умов, але й операційного дизайну монетарної політики та інструментів, що регулюють банківську ліквідність.

З початку повномасштабного вторгнення, зміна облікової ставки не мала значного впливу на більшість факторів, що спричиняють інфляцію. Виявилося, що зміна облікової ставки не може вплинути на воєнний дефіцит, відновлення зруйнованих підприємств або зниження інфляції, пов'язаної з імпортом. Таким чином, зміна процентної ставки майже не вплинула на попит на іноземну валюту та ціни імпортованих товарів. Замість цього, тиск на валютний курс головним чином визначався неринковими факторами, такими як міжнародна допомога та доступність зовнішніх ринків збуту, на які облікова ставка не мала впливу.

Підвищення облікової ставки призвело до зростання витрат на обслуговування державного боргу, швидкого збільшення процентних витрат

Національного банку України за депозитними сертифікатами (що фактично становить втрату доходів для бюджету), а також перешкодило кредитуванню реального сектору економіки за межами державних програм.

На думку сучасних дослідників, в умовах війни та неможливості забезпечити цінову стабільність безумовним пріоритетом НБУ мали б стати не підвищення «привабливості гривневих активів», а питання фінансування дефіциту бюджету та, відповідно, проблема державного боргу. Якщо звужити, то критично важливим питанням, яким мав би перейматися Національний банк, є ціна обслуговування боргу, тобто ставка за державними облігаціями. Зважаючи на збільшення потреби у борговому фінансуванні, НБУ мав би зробити все можливе, щоб ця ставка не зростала, а в ідеалі — знизилася [23].

Окремою проблемою залишається недорозвиненість кредитного та депозитного ринків з незначними за обсягами для помітного впливу на процеси інвестування та споживання в реальній економіці, що може бути наслідком надмірним фокусування Національного банку України на інфляційному таргетуванні та фінансовій стабільності банків.

В період війни виникли і додаткові труднощі в трансмісійних процесах. Нині продаж валюти з резервів виконує функцію нівелювання грошової пропозиції, а ліквідність створюється широкомасштабним прямим фінансуванням бюджетного дефіциту через емісію спеціальних воєнних ОВДП. З урахуванням різкого зниження попиту на кредити та накопичення значних резервів на поточних рахунках, банківська система стала замкнутою у ситуації надлишкової ліквідності, з великим ризиком редоларизації, та прихованого відтоку капіталів і чутливості до питань довіри.

Українська банківська система через надлишкову ліквідність не проявляє відчутної реакції щодо зміни параметрів процентної політики Національного банку. У той же час, низький розвиток фондового ринку та високі ризики, пов'язані з воєнним конфліктом, уповільнюють ефективність валютного каналу, який спрямований на приваблення зарубіжних інвесторів до українських цінних

паперів. Додатково зменшують дієвість імпульсів процентної ставки неринкові очікування економічних суб'єктів, що до того ж залежать від вимог безпеки [20].

Запорукою ефективного функціонування режиму інфляційного таргетування є розвиненість фінансових ринків, про що не можна стверджувати наразі. Кредитування ж економіки банківською системою проявляється слабо та приймає заощадження за ставкою нижче інфляції. Оскільки міжбанківський кредитний ринок має бути першою ланкою монетарного трансмісійного механізму, важливо його активне функціонування, зокрема проведення трансакцій, чого не можна спостерігати зараз.

Прогнозування Національним банком України ключової ставки також можна вважати аспектом, що звужує простір для рішень з монетарної політики, особливо враховуючи погіршення точності макроекономічних прогнозів в умовах структурних шоків фінансової сфери та економіки в цілому.

Для зменшення різних ризиків є важливим створення адаптивних інфляційних очікувань у населення та суб'єктів господарювання, які відповідають змінам у економічній ситуації. Ще незадовго до війни очікування мали імпульсивний, деструктивний та асиметричний характер, особливо у непрофесійних середовищах [39]. В сьогоденній економіці ринкові очікування економічних суб'єктів, сформовані насамперед воєнними та квазі-воєнними чинниками, а не прогнозом ключової ставки, як це мало б відбуватися теоретично. Чергова публікація прогнозу облікової ставки НБУ до 2024 року посилила напругу на фінансових ринках, тривале збереження високих процентних ставок змусив учасників фінансових ринків зайняти вичікувальну позицію.

Якщо грошово-кредитна політика не може з об'єктивних причин впливати на інфляцію, то не слід максимізувати її зусилля (тримати надмірно високу ключову процентну ставку), оскільки такі дії наносять шкоду економічному зростанню без помітних очікуваних ефектів, утруднюють відновлення монетарної трансмісії через реальний сектор, генерують ризики структурної інфляції.

Як результат слабого попиту на кредитні ресурси за очікуваною ставкою банки звузили кредитну підтримку економіки, внаслідок чого Національний банк України був вимушений розширювати емісійну підтримку дефіциту державного бюджету.

Впродовж 2022 року Національний банк України одночасно застосовував і грошову емісію, і суттєве збільшення облікової ставки, що теоретично суперечать один одному, адже підвищення ключової ставки має звужувати надходження грошової емісії, що в результаті мало негативний вплив на дієвість монетарної трансмісії. Основними причинами такої реакції були відповідне звуження фінансового посередництва банків, вичікувальну позицію учасників фінансових ринків та збільшення потреб воєнної економіки в емісії.

Зміни в монетарних процесах воєнного часу істотно ускладнили роботу монетарного трансмісійного механізму, однак це вже було пов'язано не з валютними резервами, а з емісією для фінансування бюджетного дефіциту [33].

Зважаючи на те, що у стані війни деякі видатки не можна відкласти чи скоротити — мова йде насамперед про видатки на оборону — НБУ змушений фінансувати ці видатки, збільшуючи свій портфель військових облігацій. Фінансування бюджету за рахунок емісії грошей, необхідність підтримувати фіксований обмінний курс шляхом проведення валютних інтервенцій виснажують ресурси Національного Банку України та погіршують макроекономічну ситуацію в середньо- та довгостроковому періоді.

3.2. Міжнародний досвід застосування інструментів монетарної політики в умовах воєнних дій

Повномасштабне вторгнення Росії, мобілізація населення та економіки, значне зростання державних видатків на оборону, необхідність втримання стабільності грошово-кредитного ринку та максимально можливе збереження соціально-економічного добробуту примушують нас шукати відповіді на складні питання в досвіді інших країн, яким також довелося стикнутися з воєнним

періодом. Історична практика показує, що цей досвід часто виявляється нерелевантним для України з різних причин, а сучасні виклики, що стоять перед нашою країною, мають свою унікальність. Проте, вивчення монетарної політики інших країн під час воєнного конфлікту, а також розгляд інструментів, якими вони користувалися, і помилок, які були допущені у процесі їхнього застосування, надає нам цінні уявлення та опору для подальших монетарних експериментів.

Сьогодні для України важливий досвід всіх країн, які коли-небудь вели та ведуть війну. Варто подивитись і на досвід Ізраїлю, а також роль його Центрального банку в процесах відновлення економіки.

Держава Ізраїль була створена у 1948 році, тоді ж сусідні арабські країни проголосили їй війну, воєнні конфлікти не стихають і понині. Але саме внаслідок такої тривалої дії фактично військового стану монетарна політика центрального банку враховує відповідні ризики в режимі нормального функціонування (*business as usual*). Результати відповідного аналізу показують, що вплив грошей на мінливість виробництва значно зменшується під час періодів відновлення кризи. Проте, здається, що змінні величини не залежать безпосередньо від грошових змін, а переважно пояснюються шоками грошово-кредитної політики та цінової націнки в короткостроковому та довгостроковому періодах [1, с. 26].

Протягом постійних воєнних конфліктів, Ізраїль був змушений постійно фінансувати свою економіку. Однак, у період з 50-х до 60-х років, рівень інфляції залишався відносно низьким: менше 10% до середини 60-х років і приблизно 20% на початку 70-х років. Значне зростання інфляції настало від середини 70-х років, після впровадження вільного курсу валютного обміну. У період з 1974 по 1977 роки, інфляція зросла до 40% на рік, з 1978 по 1980 роки - до 100%, а з 1981 по 1985 роки - до 250% на рік, що зображено на рисунку 3.1.

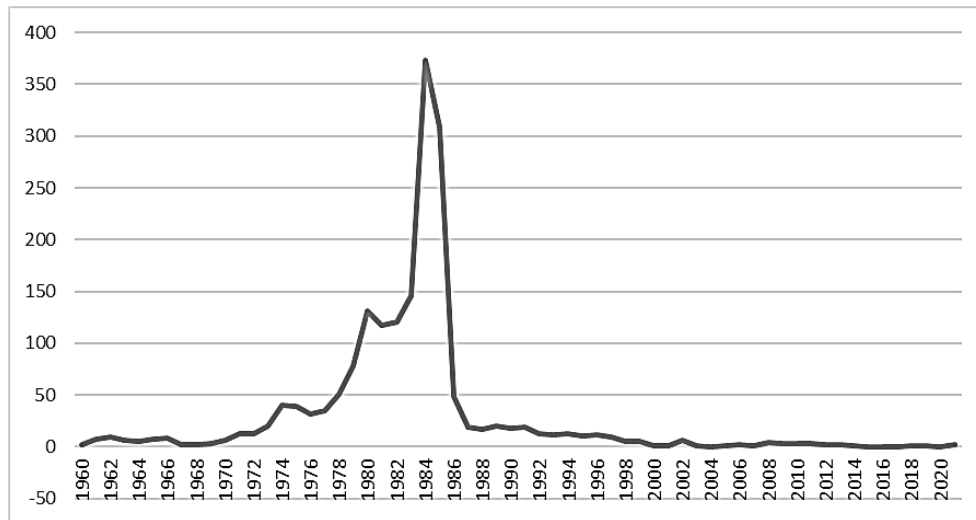


Рисунок 3.1. Динаміка рівня інфляції Ізраїля, %.

Джерело: The World Bank [29].

Перехід до вільного курсоутворення при постійному фіскальному дефіциті не зумів забезпечити стабілізацію обмінного курсу на ринковому рівні, що поступово призвело до дестабілізації економіки Ізраїлю і, в кінці кінців, спричинило фінансову кризу.

У зв'язку з інтенсивним фіскальним фінансуванням, економіка Ізраїлю була вкрай перегрітою. За оцінками МВФ, розрив між реальним ВВП і потенційним ВВП на початку 80-х років становив до 40%. Рівень безробіття складав лише 4-5%. Реальні процентні ставки залишалися позитивними, але цього не вистачало для стримування інфляції. Тобто, державні видатки стимулювали зростання ВВП, а зростання ВВП збільшувало інфляцію. В той же час, система гнучкого валютного курсу сприяла девальвації та подальшому зростанню інфляції через явище "кризи очікувань, що самосправджуються" [22].

Основним фактором зростання ВВП були значні державні видатки. До 1985 року рівень державних витрат в ізраїльській економіці перевищував 75% ВВП, а фіскальний дефіцит середньо складав 14% ВВП.

Внутрішній ринок позик був переважно орієнтований на державу, приблизно 65% внутрішніх позик становили державні облігації. Центральний банк надавав безпосередні кредити уряду та підтримував низькі процентні

ставки для сприяння зайнятості. Реальні процентні ставки на державні позики залишалися позитивними, але завжди були нижчими за темпи реального ВВП.

Після проведення виборів у 1984 році новий уряд Ізраїлю запровадив програму стабілізації економіки, яку розробила група економістів під керівництвом М. Бруно.

У 1985 році Ізраїль впровадив стабілізаційну програму, яка виявилася переломним моментом і сприяла подальшій економічній стійкості та розвитку країни. Ця програма включала зміни до закону про центральний банк (Non-Printing Law), що зміцнили незалежність центрального банку, визначили пріоритетну мету грошово-кредитної політики - забезпечення цінової стабільності, а також заборонили фінансування бюджетного дефіциту шляхом емісії грошей (з винятком короткострокових «касових» позик уряду протягом фінансового року). З 1985 року був встановлений фіксований обмінний курс, який протримався наступні 15 років. Пізніше, наприкінці 90-х років, замість фіксованого курсу було введено систему інфляційного таргетування. Довгостроковою перспективою було планування повернення до вільного плавання обмінного курсу протягом 20 років, поступово розширюючи допустимі коливання.

Програма була успішно виконана завдяки значній фінансовій підтримці від США, яка на той момент складала близько 3,6 млрд доларів у формі грантів і кредитів у 1985-1986 роках. Спільні зусилля уряду та центрального банку призвели до зниження інфляції з 480% до 18% на річній основі протягом 1985-1986 років. Уже в 1986 році було досягнуто дефіциту в державному бюджеті.

Протягом часу стабілізації, рівень державних видатків відносно ВВП поступово зменшувався, знижуючись з 70% на початку 80-х років до 55% у 1998 році і 43% у 2021 році. Це призвело до позитивних результатів, таких як зниження інфляції до прийнятних показників лише за 5 років, зростання реального ВВП і зменшення дефіциту бюджету. Однак, зріс рівень безробіття до 10%.

Окрему увагу уряд Ізраїлю приділяв інноваційному розвитку економіки. У середині 80-х років була створена венчурна індустрія на основі співпраці армії і держави. Армія Ізраїлю відіграла ключову роль у підготовці кадрів для технологічного сектора, а уряд створив систему венчурного фінансування інноваційних стартапів, включаючи залучення іноземних інвесторів. Особливо варто відзначити програму підтримки технологічних інновацій "Йозма", яка надавала до 50% державної підтримки для фінансування інвестиційних проєктів.

На практиці, держава Ізраїль завжди перебуває в стані готовності до можливих збройних конфліктів, що впливає на економічну політику країни. Проте, протягом десятиліть, під час різних конфліктів з різним ступенем напруженості, ізраїльський уряд адаптувався до складних умов і продовжує успішно функціонувати навіть у періоди загострення. Велику роль в цьому відіграє значна зовнішня допомога, яку отримує Ізраїль. Наприклад, трохи раніше, під час Війни Судного Дня в жовтні 1973 року та в наступні місяці, Ізраїль отримав значну грантову та кредитну допомогу від Сполучених Штатів Америки на загальну суму близько 12 млрд доларів США (в цінах 2022 року), а також було зібрано 5,5 млрд доларів США від єврейської діаспори по всьому світу в готівковій формі [2].

Отже, протягом трьох місяців з початку Війни Судного Дня Ізраїль отримав загальну фінансову підтримку у розмірі 17,5 млрд доларів США. Це значно зменшило необхідність в особливих монетарних заходах з боку Центрального банку Ізраїлю для підтримки грошово-фінансової системи у складний період. Зважаючи на те, що було мобілізовано 15% робочої сили країни, зовнішня фінансова підтримка стала основним стовпом, що полегшив економічне навантаження на Ізраїль. Досвід Ізраїлю підтверджує важливість іноземних фінансових вкладень, які дозволяють зберегти стабільність навіть під час воєнного конфлікту. Для України також важливо зберігати і розширювати зовнішню підтримку, зокрема фінансову, що допоможе зменшити тиск на нашу монетарну систему.

Ізраїль вийшов переможцем у війні на виснаження. Під час конфлікту, Центральний банк Ізраїлю зосередився не на інфляційних ризиках, а на підтримці економіки. Спрямування додаткових грошових ресурсів до виробничих об'єктів та робочих місць дало основу для довгострокової стійкості економічної системи. Уроки, вивчені зі світової практики, можуть бути корисні для України, більш цінними, ніж стандартні рекомендації, спрямовані на мирний час.

В Україні війна набуває ознак війни на виснаження. Для перемоги в такому конфлікті необхідна повна мобілізація виробничих і працездатних ресурсів економіки. Ізраїль зберігав стимулюючу монетарну та фіскальну політику протягом усього періоду війни, і це може служити прикладом для України.

Однак варто пам'ятати, що умови економіки України дещо відрізняються від умов, в яких існував Ізраїль. Ось деякі з цих відмінностей:

- Україна не має перегрітої економіки, навпаки, реальний і номінальний ВВП зменшуються, а рівень безробіття становить майже 30% робочої сили.
- Головні фактори, що спричиняють інфляцію в Україні, пов'язані не з додатковим попитом, а зі зростанням вартості витрат.
- В Україні вже зафіксовано обмінний курс, що не призводить до подальшого зростання інфляції.

Досвід Ізраїлю також підкреслює важливість іноземних фінансових впливань, які допомагають зберегти стабільність навіть під час війни. Для України важливим завданням є збереження та збільшення іноземної підтримки, зокрема фінансової, що допоможе зменшити тиск на монетарну систему.

3.3. Напрями підвищення ефективності грошово-кредитної політики України

Виходячи з міжнародного та вітчизняного досвіду можна помітити, що інструменти грошово-кредитної політики мирного часу та тих, що

застосовуються в умовах воєнних конфліктів, відрізняються. Порушення трансмісійного механізму через вплив непередбачуваних факторів, пов'язаних із веденням воєнних дій, та поглиблення проблем, що вже існували в грошово-кредитній сфері, не дають ефективно використовувати звичні центральному банку інструменти. Також потрібно враховувати особливості економічного стану країни.

Наприклад, варто пам'ятати, що підвищення процентних ставок ефективно знижує інфляційні процеси лише в ситуації, коли економіка перегріта, оскільки це дозволяє перерозподілити "надмірні" доходи з метою споживання та інвестицій на цілі збережень. Проте, в умовах української економіки, яка працює значно нижче свого потенціалу, "надмірні" доходи, такі як зарплати та прибутки, просто не формуються. Тому підвищення процентних ставок не знаходить свого адресата, трансмісія не спрацьовує, і антиінфляційний ефект не виникає [данилишин].

Процентні ставки на державні запозичення повинні бути відповідними темпам реального ВВП та мати адекватне співвідношення з процентними ставками кредитування підприємств. В Ізраїлі, наприклад, у період з 1986 по 1989 рік процентні ставки на державні позики складали 2,5% щорічно при середньому річному зростанні реального ВВП на рівні 3,7%. Це дозволяло уряду ефективно здійснювати реформи, створювати сприятливі умови для бізнесу, надавати пільгові кредити у стратегічно важливих галузях економіки та зберігати фінансову стійкість держави. У той же час, реальні процентні ставки на банківські кредити для підприємств становили приблизно 30% щорічно.

Тобто, облікову ставку Національного банку України можна знизити до рівня, який пов'язаний з очікуваннями щодо інфляції, але з попередньою аналізом наслідків для кредитування. Програма рефінансування банків, що інвестує отримані кошти у нові позики, допоможе оживити економіку і збільшити попит з боку населення та підприємств. Національний банк України повинен прийняти заходи, що обмежують ціни на фінансові продукти. Варто переглянути підходи до встановлення обґрунтованої ключової ставки

центрального банку. Очікуваний ефект від перегляду ставки повинен бути врахований, не тільки для стримування інфляції, але й для пожвавлення економічної активності суб'єктів господарювання. При чому рішення про зміну облікової ставки варто було приймати з урахуванням думок сторін, що не відносяться напряму до центрального банку. Розповсюдженою практикою є участь експертів у сфері грошово-кредитної політики у прийнятті відповідних рішень [11].

Економічна і фінансова стабільність в умовах, обумовлених війною, може постраждати від гнучкого курсоутворення. Тому Україні не слід поспішати з впровадженням гнучкого курсу. Несвоєчасне скасування валютних обмежень, зокрема для фізичних осіб, може призвести до широкомасштабних зловживань, наприклад, заробітку на різниці курсів. "Картковий туризм" є прикладом таких зловживань, що змусило Національний банк вжити більш жорстких обмежень на валютні операції за кордоном. Тому перед послабленням валютних обмежень регулятору потрібно зробити додаткові зусилля для скорочення різниці між офіційним та готівковим курсами.

У кризові періоди економічного розвитку, центральні банки провідних країн світу застосовують практику модифікації монетарної політики, спрямовану на цілеспрямовану підтримку фінансово-кредитного посередництва банків. Це означає введення та посилення монетарних інструментів, спрямованих на надання пільгового рефінансування банківським кредитам (на прикладі моделей, як TLTRO в ЄС), співпрацю з урядом у програмах структурно-кредитної підтримки економіки, а також здійснення викупу фінансових активів та інші заходи. Одним із подібних інструментів може бути спеціальна (індикативна, цільова) емісія НБУ - фінансування пріоритетних проектів економічного розвитку. Така емісія має спрямовуватися на рефінансування кредитів, що надаються банками підприємствам та установам, проекти яких відповідають заздалегідь визначеним критеріям [4, с. 381].

Стабілізаційний набір інструментів монетарної політики сучасного центрального банку включає регулювання рівня позичкових процентів,

впровадження програм викупу державних та приватних активів, застосування інструментів для стимулювання кредитної активності банків, а також пом'якшення вимог фінансового регулювання кредитної діяльності. Належний обіг кредиту відновить та «перезапустить» інші інструменти фінансування розвитку. Це необхідно як для нормалізації кругообігу кредитних ресурсів, так і для захисту фінансової системи від надмірної волатильності [5, с. 72]. Ефективність грошово-кредитної політики в кризових умовах залежить від того, наскільки її заходи сприяють збільшенню грошового обігу в критично важливих секторах реальної економіки та державних фінансів, а не навпаки.

На підставі проведеного дослідження можна запропонувати такі рекомендації щодо поліпшення ефективності грошово-кредитної політики Національного банку України в умовах воєнного стану:

- ***Зміна фокусу монетарної політики з суто інфляційних цілей на більш комплексні.*** Оскільки в умовах війни, сучасна інфляція піддається більшій зміні під впливом немонетарних факторів, традиційні заходи Національного банку України не можуть досягти бажаного ефекту в контролюванні її рівня. В цьому контексті раціональною стратегією було б зосередитись не лише на звичних інструментах, наприклад, обліковій ставці, а й сприяння кредитуванню іншими інструментами задля поліпшення роботи інших каналів трансмісії.

- ***Поступове та зважене зниження облікової ставки.*** Це дозволить ефективно використовувати національні накопичення і ресурси банківської системи, спонукаючи підприємства до активної комерційної діяльності і кредитування. В даний час висока вартість кредитних ресурсів для бізнесу гальмує оборот грошової маси в економіці і знижує ефективність передачі імпульсів у банківській системі.

- ***Розвиток фінансового посередництва*** задля покращення ефективності монетарної трансмісії. В умовах структурних змін складно прямо впливати на інфляцію за допомогою звичних інструментів, і досвід розвинених країн показує, що необхідно розвивати фінансове посередництво для поліпшення передачі сигналів. Центральному банку можна вжити таких заходів, як

впровадження інструментів пільгового цільового рефінансування банківських кредитів для пріоритетних проектів або введення залежності винагороди банків від рівня обов'язкового резервування коштів в Національному банку України (це зменшить непродуктивне накопичення надлишкової ліквідності) тощо.

- ***Подальше збереження режиму фіксованого обмінного курсу*** та обмежень на вивід капіталу з країни. Наразі зарано говорити про відмову від фіксованого обмінного курсу, оскільки перевагу все ще мають неринкові чинники попиту та пропозиції іноземної валюти. Введення фіксованого обмінного курсу з початку повномасштабного вторгнення показало, що цей режим є оптимальнішим для валютного регулювання в поточних умовах України. Фіксований обмінний курс усуває зайву волатильність з ринку, що відволікає фінансові ресурси та час суб'єктів господарювання від вирішення нагальних потреб воєнної економіки.

- ***Узгодженість дій Національного банку та Міністерства фінансів***. Політика держави у питанні грошово-кредитного обігу повинна бути узгодженою між усіма державними інституціями. Відтак, протилежні за своїм економічним сенсом дії нівелюють ефективність проведених заходів, що відображається на загальній макроекономічній ситуації в країні (наприклад, одночасне підвищення облікової ставки та при цьому емісійне фінансування бюджету).

- ***Подальше залучення міжнародної допомоги*** та створення привабливого інвестиційного клімату. Адекватна участь національних державних інституцій у надходженні та розподілі міжнародної допомоги й інвестицій дозволить більш повно враховувати національні інтереси, зокрема в питаннях відбудови промислового потенціалу та стимулювання інноваційного розвитку країни. Окремим завданням стоїть поліпшення інвестиційного клімату країни передусім шляхом проведення реформ у судовій та правоохоронній системі. Прозора та справедлива судова система приваблює приватний іноземний капітал, що сприятиме поступовому переходу економіки до ринкових

умов функціонування і створенню різнобічного та конкурентоспроможного приватного сектора.

Зважена грошово-кредитна політика з пріоритетом на комплексні цілі та активізацію бізнес-процесів матиме змогу ефективніше розподіляти кошти у сфери нагальних потреб економіки, тим самим допомагаючи країні у непростий час.

Висновки до розділу 3

1. Війна диктує нові ризики та проявляє глибші проблеми, що гальмують ефективність грошово-кредитної політики у сфері забезпечення цінової стабільності. Для ефективної протидії інфляції варто розуміти її природу. Оскільки на сьогоднішній день інфляція найбільш визначається немонетарними чинниками, то підвищення Національним банком України облікової ставки не має такого значного антиінфляційного ефекту впливу, як у мирний час. До того ж негативно на інвестування та споживання в реальній економіці впливають недорозвиненість кредитного та депозитного ринків. Надмірна ліквідність банківської системи робить її безреактивною до процентної політики, звужене функціонування фінансового посередництва та недорозвиненість фондового ринку негативно позначається на діловій та інвестиційній активності, а також виконанні класичних функцій посередництва, як наслідок маємо ослаблену монетарну трансмісію. Дії Уряду та Національного банку можна вважати протилежними у деякій мірі, що заважає швидкому досягненню поставлених цілей грошово-кредитної політики.

2. Досвід проведення грошово-кредитної політики іноземних країн може бути корисним для України, оскільки вони враховують специфічні умови, зокрема період війни. Ізраїль є одним з таких прикладів, де центральний банк зосередився на підтримці економіки, а не на боротьбі з інфляційними ризиками під час війни на виснаження. Шляхом спрямування додаткових грошей у виробничі об'єкти та створення робочих місць були закладені основи для

довгострокової стійкості економічної системи. Враховуючи подібний характер війни в Україні, де потрібна повна мобілізація виробничих та працездатних ресурсів економіки, такі приклади можуть бути корисними для досягнення перемоги і на економічному фронті.

3. У даному контексті, одним із головних напрямів для поліпшення ефективності грошово-кредитної політики є розвиток фінансового посередництва, що сприятиме монетарній трансмісії і здатності центрального банку протидіяти структурній інфляції. Розвиток фінансових ринків кредитування і державних облігацій сприятиме активному обігу грошей в економіці, що відповідає цілям як центрального банку, так і уряду. Окремо варто зазначити важливість подальшого збереження фіксованого обмінного курсу до чуттєвого покращення макроекономічної ситуації та досягнення фінансової стабільності. Також при проведенні грошово-кредитної політики дуже важливі є узгодженість дій Національного банку та Уряду та подальше залучення міжнародної допомоги із поступовим покращенням інвестиційного клімату шляхом реформ, направлених на покращення правових засад ведення бізнесу та захисту прав власності.

ВИСНОВКИ

На підставі проведеного дослідження зроблено такі висновки:

1. У науковому середовищі немає єдиного визначення терміну «грошово-кредитна політика». Більш систематизоване визначення має містити конкретизацію її суб'єкта, об'єкта та мети. Таким чином, грошово-кредитна політика - це складова загальноекономічної політики, яку здійснює держава через центральний банк з метою забезпечення економічного зростання, підвищення добробуту населення, стабільності грошової одиниці тощо через вплив на пропозицію та ціну грошей та іншими інструментами, а також регулювання грошово-кредитних відносин між банками та іншими економічними суб'єктами.

2. За типами режимів грошово-кредитної політики виділяють чотири: монетарне, валютне, інфляційне таргетування та змішаний режим. За режиму інфляційного таргетування визначається ціль з інфляції, досягання якої допомагає застосування основного інструменту – облікової ставки. При валютному таргетуванні забезпечується стабільність номінального обмінного курсу по відношенню до валюти країни-якоря, основними інструментами є зміни процентних ставок та валютні інтервенції. Монетарне таргетування спрямоване на підтримання визначеного обсягу грошей в обігу та забезпечення стабільного попиту на гроші з боку суспільства. Змішане має характеристики декількох режимів одночасно. Виділяють два основні види грошово-кредитної політики залежно від напрямку та темпів зміни процентної ставки та пропозиції грошей: експансійна та рестрикційна. Експансійна має на меті стимулювання кредитної емісії, пожвавлення ділової активності та подолання спаду виробництва, рестрикційна ж політика - на скорочення грошової маси, згладжування коливань економічного циклу та боротьбу з інфляцією.

3. Грошово-кредитна політика впливає на об'єкт її впливу шляхом передачі імпульсів від задіяних інструментів до обраних економічних змінних

через канали. В основному виділяють чотири: процентний, валютний, кредитний та канал очікувань. Щодо інструментів, то їх перелік в Україні визначається Законом «Про Національний банк України», загалом основними інструментами є обов'язкові резерви для банків, процентна політика, рефінансування банків, валютні інтервенції, операції з цінними паперами, емісія боргових зобов'язань тощо. Кожен інструмент має свої переваги, недоліки і особливості використання, які залежать від контексту. Наприклад, в умовах воєнного або кризового періоду, монетарна трансмісія може бути менш ефективною, що змушує центральний банк адаптувати грошово-кредитну політику та використання своїх інструментів відповідно до особливостей конкретних соціально-економічних умов.

4. Національний банк України з початком повномасштабного вторгнення запровадив «Основні засади грошово-кредитної політики в умовах воєнного стану», де були прописані змінені особливості впровадження монетарної політики, наприклад, ключовою ціллю нині є не таргет інфляції, а підтримання стабільної фінансової системи, забезпечення оборонних потреб держави. Одним із головних заходів була фіксація обмінного курсу та адміністративні обмеження на вивід капіталу з країни. Також НБУ змінив коридор процентних ставок, з 7 квітня 2023 року він є асиметричним, що має збільшити привабливість гривневих строкових заощаджень, також це повинно пожвавити конкуренцію вкладників, адже кращу дохідність за сертифікатами отримуватимуть лише ті банки, які активно залучали та надалі залучатимуть у громадян гривневі депозити строком від трьох місяців.

5. Огляд макроекономічної ситуації України виявив, очікуване погіршення основних показників, пов'язаних з грошово-кредитною політикою. Так, споживча інфляція протягом 2022 року зростала, одна наприкінці року стабілізувалася, а на початку 2023 мала спад, навіть більший за прогнозований НБУ. Інфляційні тиск мав зростання впродовж минулого року через виробничі та логістичні втрати, високі ціни на енергоресурси. Серед чинників, що гальмували зростання інфляції можна виділити основні; фіксований валютний курс, адміністративні рішення НБУ та зменшення попиту на товари

непершочергового значення. Факторами, що прискорювали інфляцію були: зростання виробничих та логістичних витрат, монетарні чинники, зокрема профіцит банківської ліквідності, що послабила дію процентного каналу впливу, та ціни на енергоресурси, що позначилися на споживчих цінах .

6. VAR-моделювання монетарної трансмісії через валютний, процентний та грошовий канали, зокрема проведення декомпозиції дисперсій, показало незначний вплив облікової ставки та грошової маси на рівень споживчої інфляції, в той же час найбільший вплив чинив обмінний курс. Можна стверджувати про те, що валютний канал зараз має найбільший вплив серед інших каналів монетарної трансмісії, а облікова ставка, як обраний основний інструмент грошово-кредитної політики, не чинить значного впливу через ослаблений механізм монетарної трансмісії. Прогнозовано до кінця року буде надалі спостерігатися падіння рівня споживчої інфляції. Якщо ж НБУ відпустить обмінний курс, то до кінця року зросте до 42 грн/дол.; грошова маса M2 буде зростати і надалі; облікова ставка може коливатися з 20 до 30%. Однак важливим уточненням є непередбачуваність подій у воєнній перебігу подій, що має неабиякий вплив на вітчизняну макроекономічну ситуацію.

7. У зв'язку з воєнним станом з'являються нові ризики та глибші проблеми, які сповільнюють ефективність грошово-кредитної політики щодо забезпечення цінової стабільності. Для боротьби з інфляцією важливо розуміти її природу. Відтак, зменшення впливу підвищення облікової ставки може пояснюватись тим, що інфляція зараз визначається немонетарними чинниками. Імпульси зміни ключової процентної ставки слабо доходять до фінансових ринків і майже не позначаються на цінах товарних ринків через незначні обсяги кредитного та депозитного каналів. Як наслідок, не відбувається відчутного впливу на процеси інвестування та споживання в реальній економіці. Банківська система залишається надміру ліквідною, що робить її інертною до змін параметрів процентної політики, а валютний канал залишається недієвим для забезпечення притоку коштів нерезидентів у вітчизняні цінні папери у зв'язку з високими воєнними ризиками. Також неринковими залишаються очікування

економічних суб'єктів, вони переважно диктуються вимогами безпеки, що знижує ефективність імпульсів процентної політики.

8. Україна може використати рецепти конкретної світової практики для успішної боротьби зі складними умовами воєнного стану, зокрема, за прикладом Ізраїлю, який концентрувався на підтримці економіки під час війни шляхом спрямування додаткових грошових ресурсів на виробничі об'єкти та робочі місця. Основними із успішних заходів були фіксація обмінного курсу та примноження іноземної підтримки. Україна повинна мобілізувати свої виробничі та трудові ресурси, щоб забезпечити довгострокову стійкість економічної системи під час війни.

9. Для поліпшення ефективності грошово-кредитної політики та подолання наявних проблем у даній ситуації важливим напрямком є розвиток фінансового посередництва. Це допоможе забезпечити монетарну трансмісію, зокрема через налагоджений процентний та кредитний канали, та підвищити спроможність центрального банку у подоланні структурної інфляції. Розвиток фінансових ринків кредитування та державних облігацій стимулюватиме продуктивний обіг грошей в економіці, що відповідає як цілям центрального банку, так і цілям уряду. Той факт, що фіксований валютний курс був одним з найвпливовіших гальмівних факторів інфляції, і не надто позитивний досвід Ізраїля з переходу до гнучкого курсоутворення в кризовий період, дозволяють стверджувати про те, що Україні не варто квапитися із переходом до плаваючого обмінного курсу, а от облікова ставка може бути поступово зменшена задля стимулювання ділової активності в країні. Також важливим є координація дій між Національним банком та Урядом під час здійснення грошово-кредитної політики, а також залучення міжнародної допомоги з поступовим покращенням інвестиційного клімату шляхом проведення реформ, спрямованих на покращення правових основ ведення бізнесу та захисту прав власності.

За свою багатовікову Україна переживала багато економічних та соціально-політичних криз, проте сьогоднішня війна вдарила безпрецедентно жорстоко та підступно по усіх сферах державного економічного життя.

Вітчизняна фінансова система витримала виклики перших шоків, Національний банк відреагував на них адаптованою під воєнний час грошово-кредитною політикою, в результаті чого можна спостерігати поступове покращення макроекономічної ситуації, проте боротьба за українську незалежність, в тому числі і на економічному фронті, все ще триває. Тому неабияк важливим видається подальше використання дієвих інструментів грошово-кредитної політики з урахуванням особливостей та загроз воєнного часу.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Benchimol J. Money and monetary policy in Israel during the last decade. *Journal of Policy Modeling*. 2016. 38(1), 103—124. DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jpolmod.2015.12.007>
2. Brilliant M. Israel's Economy Burdened by War. *The New York Times*. 1974. 27 January. P. 26.
3. Jahan S. Inflation Targeting: Holding the Line. *Finance & Development*. № 4. P. 72–73. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/basics/target.htm>
4. Korneev V. V., Khodzhaian A. A., Vergeluk Yu. Yu., & Koverninska Yu. V.. Monetary policy: regulatory news and change in the movement of financial flows. *Financial and Credit Activity Problems of Theory and Practice*, 2021. 4(31), С. 375–384. <https://doi.org/10.18371/fcaptp.v4i31.190952>
5. Modernization of socio-economic development of Ukraine: challenges and prospects : collective monograph. D. V. Klynovyi, E. B. Boychenko, I. O. Petrovskaya, V. V. Korneev, etc. Lviv-Toruń: Liha-Pres, 2019. 200 p.
6. Mohanty M., Turner Ph. Monetary policy transmission in emerging market economies: what is new. *BIS Papers*. 2008. № 35. P. 1-59. URL: <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap35a.pdf>
7. Monetary Targeting: The International Experience. Reserve Bank of Australia. URL: <https://www.rba.gov.au/publications/confs/1989/argybrennan-stevens.html>
8. Syema I. Channels of Monetary Policy Transmission in Indonesia: A VAR Model Analysis. *SSRN Electronic Journal*. 2018. URL: https://www.researchgate.net/publication/329438858_Channels_of_Monetary_Policy_Transmission_in_Indonesia_A_VAR_Model_Analysis
9. What are the regimes of monetary policy? Czech National Bank. URL: <https://www.cnb.cz/en/faq/What-are-the-regimes-of-monetary-policy>

10. Адамик Б. П. Центральний банк і грошово-кредитна політика. Київ: Кондор, 2011. 416 с.
11. Аржевітін, С., Бортніков, Г., Бублик, Є., Любіч, О. Уплив воєнного стану на продуктивність банківського сектора України. *Financial and Credit Activity Problems of Theory and Practice*. 2023. 1(48), 23–41. DOI: <https://doi.org/10.55643/fcaptp.1.48.2023.3966>
12. Базилевич В. Д., Баластрик Л.О. Макроекономіка: підручник. Київ: Знання, 2008. 743 с.
13. Барановський О. І. Сутність і різновиди фінансових криз. *Фінанси України*. 2009. № 5. С. 3-20.
14. Барановський О. І. Фінансова безпека: Монографія. Київ: Фенікс, Інститут економічного прогнозування, 1999. 338 с.
15. Глущенко С. В. Монетарна політика: теоретико-методологічні аспекти : підруч. для студ. вищ. навч. закл. Київ: НаУКМА, 2017. 64 с.
16. Гончаров С. М., Кушнір Н. Б. Тлумачний словник економіста. Київ: Центр учбової літератури, 2009. 264 с.
17. Горбатюк Л. А., Диба М.І. Підвищення рівня монетизації як важливий фактор макроекономічної стабільності України. Київ: Вісник КЕФ КНЕУ ім. В. Гетьмана, 2011. № 2. С. 42–51.
18. Грошово-кредитна система України в умовах ринкових перетворень в економіці: колективна монографія. О. В. Дзюблюк, Б. П. Адамик, Н. Д. Галапуп та ін.; за ред. д.е.н., проф. О. В. Дзюблюка. Тернопіль: “Карт-Бланш”, 2007. 308с.
19. Гудзовата О.О. Світовий досвід застосування монетарного інструментарію для впровадження ефективної державної політики функціонування грошово-кредитної сфери. *Інфраструктура ринку*. 2016. Випуск 2. С. 269–273.
20. Данилишин Б. М. Керованість інфляцією: наслідки для повоєнного суспільства. Економічна правда. URL: <https://www.epravda.com.ua/columns/2022/11/14/693781/>

21. Данилишин Б. М. Підсумки 2022 року та завдання на 2023. Економічна правда. URL: <https://www.epravda.com.ua/columns/2022/12/28/695523/>
22. Данилишин Б. М. Про досвід Ізраїлю під час Війни на виснаження (1967-1970). URL: https://lb.ua/blog/bogdan_danylysyn/547260_pro_dosvid_izrayilyu_pid_chas_viyeni.html
23. Данилишин Б. М. Центральні банки в період криз: тактика і стратегія дій. Економічна правда. URL: <https://www.epravda.com.ua/columns/2023/02/20/697221/>
24. Данилишин Б. М. Як досвід Ізраїлю може допомогти у відновленні економіки України. URL: <https://www.rbc.ua/rus/news/k-dosvid-izrayilyu-mozhe-domogti-vidnovlenni-1676462289.html>
25. Дмитренко Ю. М. Фінансово-правові засади проведення Національним банком України грошово-кредитної політики. *Публічне право*. 2012. № 4 (8). С. 107-114.
26. Долан Е. Дж., Кэмпбелл К. Д., Кэмпбелл Р. Дж. Гроші, банківська справа та грошово-кредитна політика. 1994.
27. Економічні та фінансові показники України. Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sdds>
28. Закутня А., Плачинда В. Чи існує ідеальний рецепт антикризової політики в умовах війни? URL: <https://zn.ua/ukr/macrolevel/chi-isnuje-idealnij-retsept-antikrizovoji-politiki-v-umovakh-vijni.html>
29. Індекс споживчих цін Ізраїля. Світовий банк. URL: <https://data.worldbank.org/indicator/FP.CPI.TOTL.ZG?locations=IL>
30. Індекс споживчих цін. Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/macro-indicators>
31. Інфляційний звіт за січень 2023 року. Національний банк України. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/IR_2023-Q1.pdf?v=4

32. Коваленко Д. І., Венгер В. В. Фінанси, гроші та кредит: теорія і практика: Навч. посібник. Київ: Центр учбової літератури, 2013. — 578 с.
33. Козюк В. В. Повоєнне таргетування інфляції: ключові виклики. *Економіка України*. 2022. № 10. С. 15—34. DOI: <https://doi.org/10.15407/economyukr.2022.10.015>
34. Козюк В. В. Центральний банк та грошово-кредитна політика. Тернопіль: Джура, 1999. 260 с.
35. Колодізєв О. М. Формування багаторівневої системи показників фінансування інноваційної діяльності. *Актуальні проблеми економіки*. 2013. № 8 (146). С. 83-91.
36. Колодізєв О. М. Формування монетарної політики національного банку в контексті забезпечення сталого розвитку економіки України: Монографія. Харків: ІНЖЕК, 2015. 325 с.
37. Конституційний Договір між Верховною Радою України та Президентом України про основні засади організації та функціонування державної влади і місцевого самоврядування в Україні на період до прийняття нової Конституції України від 08.06.1995 № 1к/95-ВР. URL: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/1%D0%BA/95-%D0%B2%D1%80>
38. Конституція України: Закон України від 28.06.1996 № 254к/96-ВР. URL: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/254%D0%BA/96-%D0%B2%D1%80>
39. Корнєєв В. В. Мікст і соло у грошово-кредитній політиці. URL: https://zn.ua/ukr/macrolevel/mikst-i-solo-u-groshovo-kreditniy-politici-332165_.html
40. Корнєєва Ю. В. Особливості системи грошово-кредитного регулювання на теренах СНД у процесі переходу до ринкової економіки. *Економічний аналіз*. 2013 рік. том 13. С. 79–87.
41. Кужелєв М. О., Кужелєва Г. О. Становлення і розвиток монетарної політики Національного банку України. *Економіка і організація управління*. 2013. № 1 (15) – 2 (16). С. 27. URL: <https://jeou.donnu.edu.ua/article/view/2968>.

42. Лисенко Р. С. Монетарний трансмісійний механізм в Україні. Аналіз дії трансмісійного механізму грошово-кредитної. *Вісник НБУ*. 2007. № 11. С. 18–24.
43. Любунь О. С. Національний банк України: основні функції, грошово-кредитна політика, регулювання банківської діяльності: Навчальний посібник. Київ: Центр навчальної літератури, 2004. 357 с.
44. Люзняк М. Е., Бартош О. М. Інструменти грошово-кредитної політики НБУ та їх вплив на депозитний та кредитний ринки. *Ефективна економіка: електрон. наук. фах. вид.* 2011. №12. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/efek_2011_12_21
45. Лютий І.О. Грошово-кредитна політика в умовах перехідної економіки: Монографія. Київ: АТАКА. 2000. 240 с.
46. Макроекономічні показники. Державна служба статистики України. URL: <https://ukrstat.gov.ua/>
47. Марчук О.О. Тактичні цілі грошово-кредитної політики та їхня роль у реалізації проміжних і стратегічних цілей. *Науковий вісник НЛТУ*. 2010. Вип. 20.9. С. 198-203.
48. Монетарна політика НБУ: сучасний стан та перспективи змін: кол. Монографія. За ред. В. С. Стельмаха. Київ: Центр наукових досліджень Національного банку України, УБС НБУ, 2009. 404 с.
49. Монетарний трансмісійний механізм в Україні : Науково-аналітичні матеріали. Вип. 9. В. І. Міщенко, О. І. Петрик, А. В. Сомик, Р. С. Лисенко та ін. Київ: Національний банк України, Центр наукових досліджень, 2008. 144 с.
50. Мороз А. М. Центральний банк та грошово-кредитна політика підручник. А. М. Мороз, М. І. Савлук, М. Ф. Пуховіна. Київ: КНЕУ, 2005. 556 с.
51. Науменкова С. В., Мищенко С. В. Регулирование денежного обращения на основе использования методов и инструментов денежно-кредитной политики. Київ: Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. *Економіка*. 2013. № 6 (147). С. 66–72.

52. Небава М. І. Теорія макроекономіки : навчальний. Київ: Видавничий Дім «Слово», 2003. 536 с.
53. Облікова ставка Національного банку України. Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/monetary/archive-rish>
54. Обов'язкові резерви. Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/glossary/show/155>
55. Огляд банківського сектору, лютий 2023. Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/oglyad-bankivskogo-sektoru-lyutyi-2023-roku>
56. Осипчук Д. Г. Інфляційне таргетування в Україні: підходи до запровадження. *Наукові праці З.* Київ: НДФІ, 2009. № 48. С. 135–142.
57. Основні засади грошово-кредитної політики на 2022 рік та середньострокову перспективу. Національний банк України. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/vr031500-21#Tex>
58. Основні засади грошово-кредитної політики на період воєнного стану. Національний банк України. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/MPG-ml_2022.pdf?v=4
59. Офіційний курс гривні щодо іноземних валют. Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/markets/exchangerate-chart>
60. Пономаренко А. А. Особливості кредитно-грошової політики України на сучасному етапі. *Вісник черкаського ун-ту*. 2009. 151. С. 149–156.
61. Про Національний банк України: Закон України від 19.10.2021 №1811-IX. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1811-20#Text>
62. Ребрик М. Новий операційний дизайн ГКП: мета, механізм дії, очікувані результати. Департаменту монетарної політики та економічного аналізу Національного банку України. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Operdisign_mp_pr_2023-03-29.pdf
63. Рефінансування банків: монографія. Н.П. Шульга, Ю.М. Уманців, О.В. Мельниченко; за заг. ред. Н.П. Шульги. Київ: КНТЕУ, 2017. 324 с.

64. Річний звіт 2022. Національний банк України. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/annual_report_2022.pdf?v=4
65. Самуельсон П. А., Нордгаус В.Д. Макроекономіка: підручник. Київ: Видавництво «Основи», 1995. 676 с.
66. Скрипник А., Варваренко Г. Вплив валютно-курсової політики на інфляційні процеси в Україні. *Вісник НБУ*. 2007. № 1. С. 40—48.
67. Стратегія валютних інтервенцій. Національний банк України. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Strategy_FX.pdf?v=4
68. Фінансові ринки. Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/markets>
69. Фінансування державного бюджету України з початку повномасштабної війни. Міністерство фінансів України. URL: https://mof.gov.ua/uk/news/ukraines_state_budget_financing_since_the_beginning_of_the_full-scale_war-3435
70. Характеристика цілей та актуальних завдань. Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/monetary/about/targets>.
71. Цивільний кодекс України: Кодекс України від 16.01.2003 № 435-IV. URL: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/435-15>
72. Шаповалов А. В. Системні особливості розвитку інфляційних процесів. *Вісник НБУ*. 2007. № 12. С. 3—7.
73. Швайко М.Л. Сучасні тенденції грошово-кредитної політики України. *Вісник харківського національного університету імені в.н. Каразіна*. Серія «економічна». 2017. випуск 92. С. 32—40.
74. Шевчук В. О. Платіжний баланс і макроекономічна рівновага в трансформаційних економіках: досвід України. Львів: Каменяр, 2001. 495 с.
75. Щомісячний макроекономічний та монетарний огляд. Січень 2023 року. Національний банк України. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/MM_2023-01.pdf?v=4
76. Юхименко П. І. Монетаризм: теорія і практика: Монографія. Київ: Кондор, 2005. 312 с.

Додаток А

Таблиця А.1. Переваги та недоліки використання основних інструментів

Інструмент	Переваги	Недоліки
<i>Обов'язкові резерви</i>	1. Впливають на всі банки однаково; 2. Значний вплив на пропозицію грошей	1. Можливість виникнення проблем з ліквідністю; 2. Навіть незначні зміни норм обов'язкових резервів призводять до значних змін пропозиції грошей.
<i>Процентна політика</i>	Сигналізує про наміри центрального банку щодо майбутньої монетарної політики (експансивної/рестрикційної).	1. Центральний банк не може змусити банки здійснювати операції за зміненими ставками; 2. Якщо дисконтна ставка нижча за ринкові ставки, то банки, які отримали кредити від центрального банку, можуть використовувати для надання кредитів або купівлі цінних паперів за вищими ставками; 3. За умов нижчих процентних ставок, ніж ринкові, обсяг кредитів рефінансування значно зростає.
<i>Рефінансування банків</i>	Виконання центральним банком ролі кредитора останньої інстанції та підтримки належного рівня ліквідності при прояві панічних настроїв населення під час криз.	Можливість проведення більш ризикової політики комерційним банком з огляду на можливість отримання допомоги.
<i>Валютні інтервенції</i>	1. Значний вплив на курс національної валюти.	1. Обсяг операцій обмежується розмірами офіційних валютних резервів. Країни із постійним платіжним дефіцитом часто вдаються до валютних обмежень; 2. Можливість виникнення валютних криз.
<i>Депозитні операції</i>	Абсорбування надлишкової ліквідності та нейтралізація тиску вільних коштів банків на валютний ринок.	Проведення депозитних операцій НБУ за високими ставками зменшує стимул до проведення кредитних операцій банками.
<i>Операції на відкритому ринку</i>	1. Повний контроль над операціями; 2. Можна застосовувати великі і обсяги операцій; 3. Операції купівлі/продажу цінних паперів можна замінити на протилежні без негативних наслідків.	
<i>Управління золотовалютним і резервами</i>	За достатності золотовалютних резервів спостерігається: – впевненість учасників ринку до здатності виконання державою зовнішніх зобов'язань; – ліквідні кошти в іноземній валюті можуть бути використані для нейтралізації шоків кризових явищ, що обмежує вплив факторів зовнішньої вразливості; – підтримання довіри до монетарної політики в частині управління обмінним курсом та грошовими агрегатами; – забезпечення стабільності національної валюти; – наявність резерву на випадок надзвичайних подій.	
<i>Адміністративні методи валютного регулювання</i>	1. Мобілізація додаткових валютних ресурсів; 2. Захист національної економіки від відпливу капіталу, та від експансії іноземного спекулятивного капіталу.	Негативний вплив на міжнародні валютно-фінансові відносини.

Джерело: узагальнено автором на основі [10], [61], [44],[47].

Додаток Б

VAR Lag Order Selection Criteria
 Endogenous variables: CPI D(EXR) D(KPR) D(M2,2)
 Exogenous variables: C
 Date: 04/21/23 Time: 16:26
 Sample: 2002M01 2023M04
 Included observations: 230

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-4365.637	NA	3.73e+11	37.99684	38.05663	38.02096
1	-3861.101	987.1352	5.33e+09	33.74870	34.04767	33.86930
2	-3752.190	209.2983	2.38e+09	32.94078	33.47892*	33.15786
3	-3725.825	49.74890	2.17e+09	32.85066	33.62796	33.16421
4	-3699.441	48.86821	1.99e+09	32.76036	33.77683	33.17038
5	-3668.786	55.71251	1.75e+09	32.63292	33.88857	33.13942
6	-3639.308	52.54848	1.56e+09	32.51572	34.01054	33.11870
7	-3623.093	28.33993	1.56e+09	32.51385	34.24784	33.21331
8	-3614.935	13.97508	1.67e+09	32.58204	34.55520	33.37798
9	-3608.318	11.10575	1.82e+09	32.66363	34.87596	33.55604
10	-3576.379	52.49055	1.59e+09	32.52504	34.97654	33.51392
11	-3531.410	72.34204	1.24e+09	32.27313	34.96380	33.35849
12	-3491.097	63.44938	1.01e+09	32.06171	34.99155	33.24355
13	-3452.859	58.85238	8.41e+08	31.86834	35.03735	33.14666
14	-3415.236	56.59846	7.03e+08*	31.68031	35.08849	33.05510*
15	-3404.778	15.36893	7.45e+08	31.72850	35.37586	33.19977
16	-3385.245	28.02491	7.31e+08	31.69778	35.58431	33.26553
17	-3375.105	14.19632	7.79e+08	31.74874	35.87443	33.41296
18	-3351.211	32.62005*	7.38e+08	31.68010	36.04496	33.44080
19	-3331.878	25.72221	7.29e+08	31.65111*	36.25515	33.50829
20	-3317.630	18.45966	7.54e+08	31.66635	36.50956	33.62000
21	-3300.500	21.59879	7.62e+08	31.65652	36.73890	33.70665
22	-3288.352	14.89503	8.07e+08	31.69001	37.01156	33.83662

Рисунок Б.1. Тестування на оптимальну довжину лагу за допомогою Lag Order Selection Criteria

Джерело: розраховано автором.

Додаток В

VAR Lag Exclusion Wald Tests

Date: 04/23/23 Time: 12:50

Sample: 2002M01 2023M04

Included observations: 233

Chi-squared test statistics for lag exclusion:

Numbers in [] are p-values

	CPI	D(EXR)	D(KPR)	D(M2,2)	Joint
Lag 1	606.3266 [0.000000]	20.17832 [0.000461]	54.32188 [4.51e-11]	272.5661 [0.000000]	1120.690 [0.000000]
Lag 2	78.28089 [4.44e-16]	23.30951 [0.000110]	6.512302 [0.164017]	103.3095 [0.000000]	221.3395 [0.000000]
Lag 3	14.22903 [0.006599]	12.67790 [0.012962]	3.602520 [0.462462]	57.37476 [1.03e-11]	81.88796 [7.59e-11]
Lag 4	11.16199 [0.024803]	9.497536 [0.049798]	11.66688 [0.020008]	33.04694 [1.17e-06]	60.63959 [4.08e-07]
Lag 5	8.279707 [0.081853]	9.390199 [0.052053]	20.89624 [0.000332]	21.01107 [0.000315]	50.40694 [1.97e-05]
Lag 6	2.415780 [0.659777]	5.169025 [0.270390]	13.05924 [0.010990]	15.40643 [0.003928]	37.34613 [0.001874]
Lag 7	3.028084 [0.553137]	9.245350 [0.055251]	4.167587 [0.383800]	25.54352 [3.91e-05]	37.63755 [0.001704]
Lag 9	7.415383 [0.115499]	10.38328 [0.034443]	4.375225 [0.357600]	8.347684 [0.079641]	31.42563 [0.011867]
Lag 10	4.048981 [0.399418]	18.29117 [0.001082]	1.726315 [0.785932]	15.47628 [0.003809]	36.68785 [0.002320]
Lag 12	6.559613 [0.161073]	12.87460 [0.011905]	5.569459 [0.233691]	45.08227 [3.82e-09]	161.2826 [0.000000]
Lag 13	29.59339 [5.92e-06]	6.799384 [0.146877]	3.232214 [0.519744]	10.36020 [0.034778]	79.81858 [1.79e-10]
Lag 14	20.16005 [0.000464]	15.04660 [0.004606]	12.83840 [0.012093]	14.82783 [0.005072]	51.12083 [1.52e-05]
Lag 19	10.93718 [0.027279]	1.907947 [0.752685]	5.106631 [0.276530]	3.403042 [0.492773]	29.69996 [0.019622]
df	4	4	4	4	16

Рисунок В.1. Тест на виключення лагів

Джерело: розраховано автором.

Додаток Д

Vector Autoregression Estimates
Date: 04/21/23 Time: 16:34
Sample (adjusted): 2003M10 2023M02
Included observations: 233 after adjustments
Standard errors in () & t-statistics in []

	CPI	D(EXR)	D(KPR)	D(M2,2)	D(EXR(-14))				
					-0.131792 (0.16520) [-0.79778]	-0.531906 (0.14602) [-3.64274]	-0.107673 (0.17192) [-0.62629]	-9186.007 (2936.20) [-3.12854]	
CPI(-1)	1.630522 (0.07148) [22.8122]	-0.103536 (0.06318) [-1.63881]	0.219263 (0.07439) [2.94767]	-3620.558 (1270.40) [-2.84993]	D(EXR(-19))	0.209802 (0.13583) [1.53797]	0.081190 (0.12006) [0.67625]	0.023016 (0.14136) [0.16282]	-319.6890 (2414.21) [-0.13242]
CPI(-2)	-0.560492 (0.12420) [-4.51275]	0.162216 (0.10978) [1.47762]	-0.207924 (0.12926) [-1.60861]	5231.072 (2207.54) [2.36964]	D(KPR(-1))	0.120226 (0.07161) [1.67902]	0.194896 (0.06329) [3.07934]	0.009587 (0.07452) [0.12865]	2423.579 (1272.70) [1.90428]
CPI(-3)	-0.156582 (0.11673) [-1.34144]	-0.063170 (0.10317) [-0.61227]	0.089929 (0.12148) [0.74029]	-2533.018 (2074.68) [-1.22092]	D(KPR(-2))	-0.055150 (0.07219) [-0.76400]	-0.059982 (0.06381) [-0.94008]	-0.117907 (0.07512) [-1.56949]	1338.266 (1283.02) [1.04306]
CPI(-4)	-0.038477 (0.11156) [-0.34491]	0.022672 (0.09861) [0.22992]	-0.129000 (0.11610) [-1.11112]	1664.901 (1982.81) [0.83967]	D(KPR(-3))	-0.203841 (0.07383) [-2.76102]	-0.047908 (0.06526) [-0.73415]	0.036327 (0.07683) [0.47281]	-3250.852 (1312.21) [-2.47739]
CPI(-5)	0.172489 (0.11499) [1.49998]	-0.020631 (0.10164) [-0.20297]	-0.098049 (0.11968) [-0.81929]	-1371.460 (2043.90) [-0.67100]	D(KPR(-4))	0.201441 (0.07564) [2.66310]	0.000836 (0.06686) [0.01251]	-0.005203 (0.07872) [-0.06610]	1744.702 (1344.43) [1.29772]
CPI(-6)	-0.080837 (0.11671) [-0.69265]	0.028855 (0.10316) [0.27972]	0.151858 (0.12146) [1.25031]	785.6080 (2074.32) [0.37873]	D(KPR(-5))	-0.086687 (0.07611) [-1.15408]	-0.090782 (0.06639) [-1.36735]	-0.005378 (0.07817) [-0.06879]	-887.4270 (1335.06) [-0.66471]
CPI(-7)	0.037486 (0.09294) [0.40332]	-0.065280 (0.08215) [-0.79461]	-0.089627 (0.09673) [-0.92659]	-1300.565 (1651.98) [-0.78728]	D(KPR(-6))	0.090959 (0.07634) [1.19143]	-0.011752 (0.06748) [-0.17416]	-0.035397 (0.07945) [-0.44552]	564.8048 (1356.93) [0.41624]
CPI(-8)	-0.022071 (0.08711) [-0.25336]	0.030465 (0.07700) [0.39565]	0.131329 (0.09066) [1.44859]	2778.184 (1548.35) [1.79429]	D(KPR(-7))	-0.016047 (0.07505) [-0.21381]	0.097365 (0.06634) [1.46772]	0.016296 (0.07811) [0.20865]	4031.214 (1333.95) [3.02022]
CPI(-9)	-0.046778 (0.08471) [-0.55222]	0.020584 (0.07487) [0.27491]	-0.090136 (0.08816) [-1.02245]	-2005.072 (1505.60) [-1.33174]	D(KPR(-8))	-0.256503 (0.13997) [-1.83259]	-0.220811 (0.12372) [-1.78481]	0.101513 (0.14566) [0.69690]	-937.2806 (2487.75) [-0.37676]
CPI(-10)	-0.046778 (0.08471) [-0.55222]	0.020584 (0.07487) [0.27491]	-0.090136 (0.08816) [-1.02245]	-2005.072 (1505.60) [-1.33174]	D(KPR(-9))	0.123055 (0.12255) [1.00410]	0.427480 (0.10632) [3.94633]	-0.008370 (0.12754) [-0.06563]	5517.999 (2178.22) [2.53326]
CPI(-11)	-0.188910 (0.09085) [-2.07941]	-0.035685 (0.08030) [-0.44439]	-0.002918 (0.09455) [-0.03087]	-981.1319 (1614.72) [-0.60762]	D(KPR(-10))	0.183727 (0.15231) [1.20626]	0.054091 (0.13463) [0.40178]	-0.040672 (0.15851) [-0.25659]	692.2263 (2707.15) [0.25570]
CPI(-12)	0.402175 (0.11415) [3.52315]	-0.047036 (0.10090) [-0.46617]	0.136262 (0.11880) [1.14701]	981.3501 (2028.92) [0.48368]	D(KPR(-11))	-0.443701 (0.15084) [-2.94154]	0.059713 (0.13333) [0.44787]	-0.116684 (0.15698) [-0.74331]	4192.629 (2680.99) [1.56385]
CPI(-13)					D(KPR(-12))	0.162154 (0.14050) [1.15408]	0.103168 (0.12419) [0.83071]	0.327437 (0.14622) [2.23929]	2172.921 (2497.31) [0.87010]
CPI(-14)	-0.192747 (0.06682) [-2.88468]	0.071515 (0.05906) [1.21088]	-0.136424 (0.06954) [-1.96189]	-43.34883 (1187.60) [-0.03650]	D(KPR(-13))	0.091943 (0.11051) [0.83199]	-0.108411 (0.09768) [-1.10987]	-0.222214 (0.11501) [-1.93216]	28.89335 (1964.19) [0.01471]
CPI(-15)	0.001838 (0.01426) [0.12888]	-0.008726 (0.01261) [-0.69228]	0.011651 (0.01484) [0.78506]	297.4978 (253.469) [1.17370]	D(M2(-1),2)	-2.06E-06 (6.0E-06) [-0.34208]	-7.11E-06 (5.3E-06) [-1.33551]	-6.18E-06 (6.3E-06) [-0.98476]	-0.854522 (0.10721) [-7.97030]
D(EXR(-1))	0.472616 (0.12014) [3.93377]	-0.103460 (0.10619) [-0.97425]	0.641867 (0.12503) [5.13358]	-7083.699 (2135.40) [-3.31727]	D(M2(-2),2)	-1.11E-06 (7.6E-06) [-0.14544]	-2.93E-05 (6.7E-06) [-4.35741]	-9.71E-06 (7.9E-06) [-1.22607]	-1.274215 (0.13523) [-9.42253]
D(EXR(-2))	0.732137 (0.13064) [5.60416]	0.253999 (0.11547) [2.19963]	0.055695 (0.13596) [0.40965]	5444.015 (2322.00) [2.34454]	D(M2(-3),2)	-1.06E-05 (9.2E-06) [-1.15409]	-2.42E-05 (8.1E-06) [-2.98941]	-5.48E-06 (9.5E-06) [-0.57515]	-1.006025 (0.16278) [-6.18009]
D(EXR(-3))	-0.175796 (0.12749) [-1.37890]	-0.106112 (0.11269) [-0.94165]	-0.191224 (0.13268) [-1.44126]	-3947.080 (2265.98) [-1.74189]	D(M2(-4),2)	-1.59E-05 (9.6E-06) [-1.65199]	-2.47E-05 (8.5E-06) [-2.90410]	-2.39E-05 (1.0E-05) [-2.38574]	-0.951035 (0.17132) [-5.55117]
D(EXR(-4))	0.134958 (0.11536) [1.16991]	-0.064163 (0.10196) [-0.62927]	0.287353 (0.12005) [2.39356]	1983.237 (2050.35) [0.96727]	D(M2(-5),2)	-1.97E-05 (9.1E-06) [-2.15574]	-2.22E-05 (8.1E-06) [-2.75042]	-3.67E-05 (9.5E-06) [-3.85972]	-0.711476 (0.16226) [-4.38468]
D(EXR(-5))	0.077940 (0.11964) [0.65144]	0.039769 (0.10575) [0.37606]	0.334844 (0.12451) [2.68924]	-926.8952 (2126.51) [-0.43588]	D(M2(-6),2)	6.89E-06 (5.1E-06) [1.33802]	-4.55E-06 (4.6E-06) [-0.99885]	-3.65E-07 (5.4E-06) [-0.06803]	-0.208431 (0.09152) [-2.27754]
D(EXR(-6))	-0.004209 (0.12282) [-0.03427]	-0.024272 (0.10856) [-0.22359]	-0.315493 (0.12781) [-2.46838]	-5255.322 (2182.90) [-2.40750]	D(M2(-7),2)	-3.80E-06 (4.1E-06) [-0.92573]	3.23E-06 (3.6E-06) [0.88985]	3.48E-07 (4.3E-06) [0.08148]	0.132292 (0.07294) [1.81378]
D(EXR(-7))	-0.062463 (0.14041) [-0.44487]	-0.157765 (0.12411) [-1.27122]	-0.226877 (0.14612) [-1.55265]	-1925.725 (2495.58) [-0.77165]	D(M2(-8),2)	-3.59E-06 (3.9E-06) [-0.93281]	5.33E-06 (3.4E-06) [1.56669]	9.17E-07 (4.0E-06) [0.22863]	0.185933 (0.06847) [2.71565]
D(EXR(-8))	0.302680 (0.13441) [2.25199]	0.228522 (0.11880) [1.92358]	0.184732 (0.13988) [1.32069]	1958.507 (2388.90) [0.81984]	D(M2(-9),2)	-3.85E-06 (4.7E-06) [-0.81934]	-8.56E-06 (4.2E-06) [-2.06146]	-8.47E-06 (4.9E-06) [-1.73277]	0.525245 (0.08353) [6.28826]
D(EXR(-9))	0.081263 (0.14306) [0.56802]	0.207910 (0.12645) [1.64417]	-0.123309 (0.14889) [-0.82821]	3156.947 (2542.78) [1.24153]	D(M2(-10),2)	-4.81E-06 (6.4E-06) [-0.74985]	-1.21E-05 (5.7E-06) [-2.14208]	-5.81E-06 (6.7E-06) [-0.87084]	-0.009227 (0.11393) [-0.08098]
D(EXR(-10))	-0.080923 (0.12903) [-0.62717]	0.365842 (0.11405) [3.20777]	0.298903 (0.13428) [2.22595]	-4363.034 (2293.35) [-1.90248]	D(M2(-11),2)	-2.54E-06 (5.2E-06) [-0.48600]	7.62E-06 (4.6E-06) [1.64981]	3.65E-06 (5.4E-06) [0.67100]	0.276850 (0.09293) [2.97904]
D(EXR(-11))	-0.230145 (0.15496) [-1.48518]	-0.079647 (0.13697) [-0.58150]	0.127469 (0.16127) [0.79042]	7134.631 (2754.24) [2.59042]	D(M2(-12),2)	-1.11E-05 (4.4E-06) [-2.54616]	-1.24E-06 (3.8E-06) [-0.32195]	-2.68E-06 (4.5E-06) [-0.59171]	0.082104 (0.07738) [1.06102]
D(EXR(-12))					C	0.389960 (0.15893) [2.44735]	0.236500 (0.14048) [1.68353]	0.122528 (0.16540) [0.74080]	4124.610 (2824.81) [1.46014]

R-squared	0.992299	0.362127	0.498284	0.809091
Adj. R-squared	0.990074	0.177853	0.353344	0.753939
Sum sq. resid	221.9422	173.3075	240.3766	7.01E+10
S.E. equation	1.110411	0.981488	1.155606	19736.25
F-statistic	446.0304	1.965154	3.437866	14.07030
Log likelihood	-324.9483	-296.1925	-334.2438	-3094.966
Akaike AIC	3.244191	2.997361	3.323981	22.81516
Schwarz SC	4.029192	3.782361	4.108961	23.80016
Mean dependent	12.91103	0.134955	0.077253	68.62844
S.D. dependent	11.14557	1.082456	1.437055	39787.18
Determinant resid covariance (dof adj....)		2.66E+08		
Determinant resid covariance		94873707		
Log likelihood		-3462.329		
Akaike information criterion		31.53831		
Schwarz criterion		34.67931		

Рисунок Д.1. Переоцінена VAR-модель

Джерело: розраховано автором.

Додаток Ж

VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests
 Date: 04/23/23 Time: 14:04
 Sample: 2002M01 2023M04
 Included observations: 233

Dependent variable: CPI

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(EXR)	75.68909	13	0.0000
D(KPR)	36.61598	13	0.0005
D(M2,2)	24.81416	13	0.0244
All	260.3494	39	0.0000

Dependent variable: D(EXR)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
CPI	6.420080	13	0.9295
D(KPR)	40.48681	13	0.0001
D(M2,2)	27.50765	13	0.0106
All	82.59408	39	0.0001

Dependent variable: D(KPR)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
CPI	32.09956	13	0.0023
D(EXR)	60.14892	13	0.0000
D(M2,2)	52.09453	13	0.0000
All	148.2478	39	0.0000

Dependent variable: D(M2,2)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
CPI	18.94387	13	0.1249
D(EXR)	42.72620	13	0.0000
D(KPR)	37.39846	13	0.0004
All	106.5572	39	0.0000

Рисунок Ж.1. Тест Грейнджера на екзогенність змінних.

Джерело: розраховано автором.

Додаток 3

VAR Residual Normality Tests
 Orthogonalization: Cholesky (Lutkepohl)
 Null Hypothesis: Residuals are multivariate normal
 Date: 04/21/23 Time: 17:10
 Sample: 2002M01 2023M04
 Included observations: 233

Component	Skewness	Chi-sq	df	Prob.*
1	0.260876	2.642843	1	0.1040
2	3.019989	354.1730	1	0.0000
3	3.597003	502.4423	1	0.0000
4	0.235245	2.149043	1	0.1427
Joint		861.4073	4	0.0000

Component	Kurtosis	Chi-sq	df	Prob.
1	3.512817	2.553112	1	0.1101
2	27.24230	5705.483	1	0.0000
3	36.54314	10923.26	1	0.0000
4	4.447823	20.35051	1	0.0000
Joint		16651.64	4	0.0000

Component	Jarque-Bera	df	Prob.
1	5.195956	2	0.0744
2	6059.657	2	0.0000
3	11425.70	2	0.0000
4	22.49956	2	0.0000
Joint	17513.05	8	0.0000

Рисунок 3.1. Перевірка на нормальність розподілу залишків.

Джерело: розраховано автором.

Додаток И

Response to Cholesky One S.D. (d.f. adjusted) Innovations

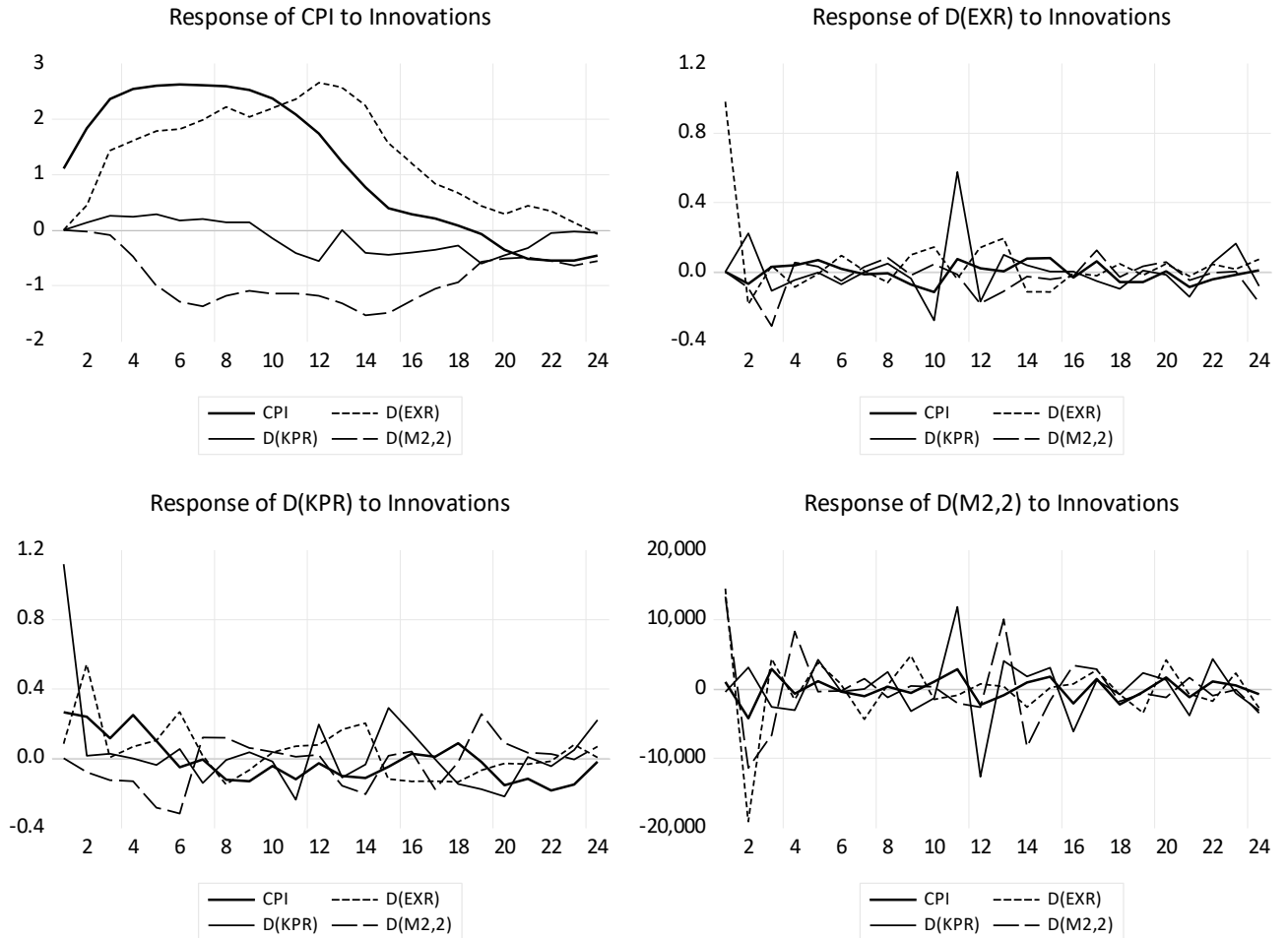


Рисунок И.1. Імпульсна функція відгуків.

Джерело: розраховано автором.

Додаток К

2022													2022
cpi, %													
Actuals	10.0	10.7	13.7	16.4	18.0	21.5	22.2	23.8	24.6	26.6	26.5	26.6	20.1
Baseline	10.0	10.7	13.7	16.4	18.0	21.5	22.2	23.8	24.6	26.6	26.5	26.6	20.1
Upper bound	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Lower bound	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
EXR													
Actuals	28.8	29.3	29.3	29.3	29.3	29.3	36.6	36.6	36.6	36.6	36.6	36.6	32.9
Baseline	28.8	29.3	29.3	29.3	29.3	29.3	36.6	36.6	36.6	36.6	36.6	36.6	32.9
Upper bound	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Lower bound	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Key rate, %													
Actuals	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	18.8
Baseline	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	18.8
Upper bound	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Lower bound	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
M2													
Actuals	2.05E+06	2.03E+06	2.08E+06	2.12E+06	2.12E+06	2.15E+06	2.25E+06	2.26E+06	2.28E+06	2.32E+06	2.38E+06	2.50E+06	2.21E+06
Baseline	2.05E+06	2.03E+06	2.08E+06	2.12E+06	2.12E+06	2.15E+06	2.25E+06	2.26E+06	2.28E+06	2.32E+06	2.38E+06	2.50E+06	2.21E+06
Upper bound	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Lower bound	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
2023													2023
cpi, %													
Actuals	26.0	24.9	21.3	--	--	--	--	--	--	--	--	--	24.1
Baseline	26.0	24.9	17.7	12.8	9.9	19.2	14.5	13.8	13.3	11.9	9.7	3.6	14.8
Upper bound	--	--	19.9	17.2	16.8	28.0	25.5	26.1	27.6	28.2	27.7	22.5	23.9
Lower bound	--	--	15.4	8.2	2.8	10.3	3.5	1.0	-1.7	-5.0	-8.7	-16.0	1.0
EXR													
Actuals	36.6	36.6	36.6	36.6	36.6	36.6	--	--	--	--	--	--	36.6
Baseline	36.6	36.6	32.1	40.4	38.6	40.4	42.5	42.8	41.1	40.7	38.6	38.7	39.1
Upper bound	--	--	34.0	42.9	41.7	43.6	46.1	46.9	45.6	45.4	44.0	44.2	43.4
Lower bound	--	--	30.2	38.0	35.5	36.9	38.6	38.1	36.4	36.1	33.6	33.4	35.7
Key rate, %													
Actuals	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	--	--	--	--	--	--	25.0
Baseline	25.0	25.0	24.6	18.8	21.5	23.0	22.7	26.5	29.5	28.7	26.2	22.9	24.5
Upper bound	--	--	26.9	22.5	26.0	28.6	29.1	33.8	38.5	38.1	36.6	34.1	31.4
Lower bound	--	--	22.3	15.3	17.1	17.0	16.2	18.8	20.6	19.3	16.1	13.4	17.6
M2													
Actuals	2.50E+06	2.52E+06	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	2.51E+06
Baseline	2.50E+06	2.52E+06	2.56E+06	2.77E+06	2.76E+06	2.84E+06	2.93E+06	3.04E+06	3.09E+06	3.15E+06	3.18E+06	3.32E+06	2.89E+06
Upper bound	--	--	2.60E+06	2.82E+06	2.81E+06	2.90E+06	3.01E+06	3.14E+06	3.19E+06	3.28E+06	3.32E+06	3.48E+06	3.06E+06
Lower bound	--	--	2.52E+06	2.72E+06	2.70E+06	2.77E+06	2.85E+06	2.95E+06	2.98E+06	3.02E+06	3.03E+06	3.15E+06	2.87E+06

Рисунок К.1. Прогнозні значення

Джерело: розраховано автором