

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

Кваліфікаційна робота

освітній ступінь – бакалавр

на тему: **«ГРОШОВО-КРЕДИТНА ПОЛІТИКА: ЗАСАДНИЧІ АСПЕКТИ,
СВІТОВИЙ ДОСВІД ТА УКРАЇНСЬКА ПРАКТИКА»**

Виконав: студент 4-го року навчання,

Спеціальність:

051 «Економіка»

Шевчук Дмитро Анатолійович

Керівник: Сапачук Ю.М.

кандидат економічних наук,
старший викладач

Рецензент _____
(прізвище та ініціали)

Кваліфікаційна робота захищена
з оцінкою _____

Секретар ЕК _____

« ____ » _____ 2024 р.

ЗМІСТ

ВСТУП.....	3
РОЗДІЛ 1 ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНІ ОСНОВИ ГРОШОВО-КРЕДИТНОГО РЕГУЛЮВАННЯ ЕКОНОМІКИ	6
1.1. Сутність, цілі та інструментарій грошово-кредитної політики.....	6
1.2. Теоретичні моделі впливу грошово-кредитного механізму на економічне зростання та макроекономічну стабільність.....	13
Висновки до розділу 1.....	18
РОЗДІЛ 2 СВІТОВИЙ ДОСВІД СУЧАСНОЇ ЕФЕКТИВНОЇ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ.....	19
2.1. Ефективний грошово-кредитний механізм післявоєнного відновлення економіки.....	19
2.2. Грошово-кредитна політика економічного зростання та подолання криз	23
2.2.1. Роль монетарної політики у сприянні економічному зростанню.....	24
2.2.2. Грошово-кредитна політика для подолання криз	31
2.3. Основні тенденції та суперечності сучасної монетарної політики на прикладі найрозвинутіших країн світу.....	39
Висновки до розділу 2.....	44
РОЗДІЛ 3 МОНЕТАРНА ПОЛІТИКА В УКРАЇНІ.....	46
3.1. Ретроспективний аналіз ефективності грошово-кредитного регулювання в Україні	46
3.2. Економічне моделювання грошово-кредитної політики в контексті економічного зростання України.....	51
3.3. Монетарна політика в умовах воєнного стану та в наступний період ефективного повоєнного відновлення.....	54
Висновки до розділу 3.....	58
ВИСНОВКИ.....	59
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	62
ДОДАТКИ	68

ВСТУП

Актуальність теми дослідження. Державне регулювання економіки є важливим засобом виправлення недоліків вільного ринку, забезпечення економічного розвитку. Питання ефективності грошово-кредитної політики, каналів її трансмісії, а також ролі монетарних факторів у різних економічних умовах є надзвичайно значущими, адже вони безпосередньо впливають на процес розвитку економіки. Динамічні умови глобального економічного середовища, що характеризуються рекордним інфляційним тиском, зростанням боргового тягаря й надмірним дефіцитом бюджету у провідних країнах світу, а також наростанням світової напруги підкреслюють необхідність проведення дієвого грошово-кредитного регулювання економіки для реакції на глобальні виклики.

У даних умовах невизначеності монетарна політика має вирішальне значення для стабілізації економіки та стимулювання економічного зростання, впливаючи не тільки на монетарну складову, але й на реальний потенціал економіки, а саме вартість капіталу, інвестиції, споживчі витрати. Поточна ситуація в Україні, зумовлена економічним спадом внаслідок війни, посилює потребу в розумінні ефективного використання грошово-кредитної політики передусім для забезпечення повоєнного відновлення, а також майбутнього соціально-економічного процвітання.

Мета дослідження: дослідити особливості впливу грошово-кредитної політики на стан розвитку економіки, а також її роль у післявоєнному відновленні та поствоєнному економічному зростанні через аналіз практичного досвіду її застосування у різних країнах світу.

Завдання дослідження:

1. Вивчення теоретичних основ грошово-кредитного механізму регулювання економіки, сутності та процесу його функціонування.
2. Дослідження сучасної практики застосування грошово-кредитної політики в різних країнах.
3. Аналіз впливу грошово-кредитного регулювання на економічну динаміку та оцінка його ефективності.

4. Проведення регресійного аналізу для оцінки впливу змін монетарної політики на економічне зростання української економіки.
5. Розробка рекомендацій щодо оптимізації застосування монетарної політики для підвищення ефективності економічного регулювання в умовах війни та післявоєнного відновлення.

Об'єкт дослідження: грошово-кредитна політика як складова системи державного регулювання економіки країни.

Предмет дослідження: конкретні механізми та інструменти грошово-кредитного регулювання економіки.

Методи дослідження:

1. Методи аналізу, індукції та дедукції застосовувалися з метою визначення загального економічного ефекту використання різних практик монетарної політики шляхом дослідження досвіду обраних країн та формування рекомендацій щодо конкретних заходів в Україні в контексті сучасних реалій.
2. Емпіричний метод був використаний для доведення положень теоретичних моделей за допомогою аналізу практичних заходів вжитих центральними банками у світі та їх результатів, для аналізу ролі монетарної політики в економічному зростанні.
3. Метод порівняння полягає у порівнянні практик використання нетрадиційного інструментарію в різних країнах для подолання наслідків глобальної фінансової кризи, коронакризи та застосовувався для виявлення переваг та недоліків конкретних підходів у грошово-кредитній політиці у контексті конкретних соціально-економічних умов.
4. Метод економічного моделювання використовувався для створення регресійної моделі для вивчення впливу монетарних заходів на економічне зростання, що дозволяє приймати обґрунтовані рішення у сфері грошово-кредитного регулювання.
5. Метод узагальнення був використаний для виведення загальних висновків щодо ефективності тих чи інших заходів грошово-кредитної політики.

Інформаційна база дослідження:

- матеріали наукових досліджень, що стосуються теми грошово-кредитної політики, вітчизняних та іноземних вчених, зокрема Дж. Б. Тейлора, Т. Г. Петурссона, Ф. Мандельмана, Т. Дж. Сарджента, Д. Паніткіна, Б. Бернанке, В. Пула, Дж. К. Вільямса, К. Дж. Нілі, М. Сойєра, Ф. Сметса, І. Цзянь, Б. М. Данилишина, С. С. Шумської, Я. А. Жаліко та інших;
- монографії, підручники, посібники на відповідну тематику таких вчених-економістів як С. В. Глущенко, Г. Манків, М. І. Крупка, Г. М. Пилипенко;
- офіційна статистика та звіти урядових органів і центральних банків (НБУ, FED, BOJ, ECB);
- дані міжнародних економічних організацій (World Bank, IMF, OECD);
- Інтернет-ресурси.

Наукова новизна одержаних результатів. У даній роботі здійснюється аналіз теоретичних підходів щодо функціонування грошово-кредитного механізму та на їх основі постановка регресійної моделі, що дозволяє оцінити його вплив на національну економічну динаміку; уточнюється практична ефективність заходів монетарної політики шляхом розгляду досвіду країн різного рівня розвитку, що є істотним для глибшого розуміння напрямків та механізмів соціально-економічної стабілізації в умовах, що склалися в Україні сьогодні. На цій основі надаються рекомендації можливих заходів монетарної політики для ефективного післявоєнного відновлення.

РОЗДІЛ 1 ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНІ ОСНОВИ ГРОШОВО-КРЕДИТНОГО РЕГУЛЮВАННЯ ЕКОНОМІКИ

1.1. Сутність, цілі та інструментарій грошово-кредитної політики

Грошово-кредитна політика відноситься до дій та заходів, що вживаються центральним банком для регулювання та контролю грошової маси, процентних ставок та умов кредитування в економіці. Вона може переслідувати різні стратегічні цілі: економічне зростання, стабільний рівень цін, стабілізація зайнятості, забезпечення виконання фіскальних завдань уряду [1, с. 191].

Центральний банк, як ключова установа, відповідальна за реалізацію монетарної політики, діє як регуляторний орган, який формулює цілі такої політики, її операційний фреймворк та здійснює конкретні дії, пов'язані з досягненням цілей. Він відстежує економічні показники, оцінює фінансовий ландшафт та коригує свої інструменти політики для досягнення бажаних економічних результатів. Водночас грошово-кредитне регулювання це лише одна зі сфер відповідальності центрального банку. Ключова роль ЦБ для економіки також полягає у наявності повноваження контролювати грошову емісію в економіці, зокрема грошову базу, яка включає фізичну валюту, таку як банкноти та монети в обігу, а також резерви, що зберігаються фінансовими установами в центральному банку, що дає центральним банкам монопольну владу на регулювання обігу грошей в економіці і можливість впливати на економіку шляхом монетарної трансмісії.

Трансмісійний механізм монетарної політики має важливе значення для передачі ефектів монетарної політики на ширшу економіку. Впливаючи на процентні ставки, ціни на активи, ліквідність та обмінний курс, центральні банки можуть стимулювати або охолоджувати економічну діяльність для досягнення своїх цілей (рис.1.1). Тобто, як і бюджетно-податкова, монетарна політика може бути різних типів відносно забезпечення того чи іншого рівня економічної активності в державі. Виокремлюють експансіоністську, або стимулюючу політику, кінцевим результатом

якої є розширення ділової активності. На противагу їй постає рестрикційна, або стримуюча грошово-кредитна політика спрямована на зниження інфляційного тиску.

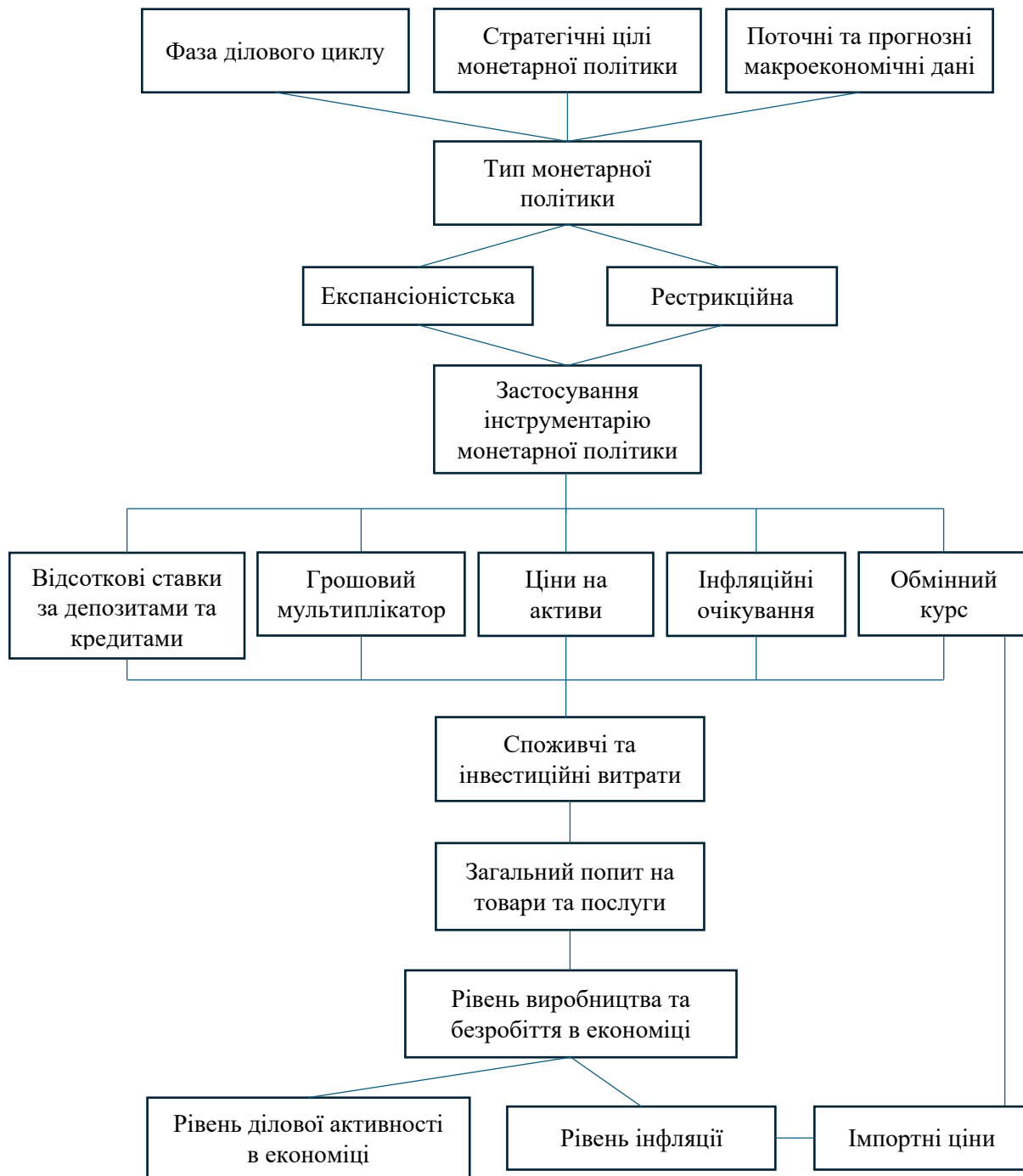


Рис. 1.1. – Трансмiсiйний механiзм монетарної полiтики

Джерело: розроблено автором на основi [1], [2], [3]

В цiлому конкретнi заходи та їх напрям залежить вiд виду полiтики, що проводиться на тому чи iншому етапi розвитку екoнoмiки. Так як на сучасному етапi бiльшiсть країн застосовують режим таргетування iнфляцiї, то i заходи монетарної

політики будуть залежати від того, чи поточна інфляція та її очікування знаходяться вище або нижче цільового значення.

Однак монетарній політиці притаманний довгий зовнішній лаг, що відноситься до часу, необхідного для впливу прийнятих заходів на економіку. Монетарний передавальний механізм передбачає непрямі канали впливу на економіку, що означає значну затримку між впровадженням політики та фактичними наслідками цієї політики, які відчуваються в економіці. Причому довжина та варіативність лагу залежить від конкретних економічних та фінансових умов. Наприклад, тривалий зовнішній лаг, пов'язаний з експансіоністською монетарною політикою, впливає з необхідності приватного сектору визнати зміни процентних ставок, а домогосподарств та бізнесу коригувати свої очікування, щоб отримати вигоду від послаблених грошових умов і щоб дії центрального банку мали помітний вплив на економічні змінні, такі як споживання, виробництво, зайнятість або інфляція. Наявність зовнішнього лагу ускладнює ефективність політики та підкреслює необхідність враховувати це відставання при її формулюванні та коригуванні для досягнення поставлених цілей, адже несвоєчасна політика може завдати значно більшої шкоди, ніж умови вільного ринку, і посилити економічну нестабільність.

Центральні банки, в тому числі ті, що дотримуються рамок інфляційного таргетування, враховують цю ідею тривалого і змінного у часі зовнішнього лагу при встановленні своїх горизонтів політики. Наприклад, на основі цього багато центральних банків прийняли горизонт політики від 12 до 24 місяців [4, с. 2].

Забезпечення цілей монетарної політики базується на використанні відповідного інструментарію. Найбільш часто використовуваним інструментом у більшості країн є операції на відкритому ринку для регулювання рівня резервів банківської системи, грошової маси в економіці, відсоткових ставок та відповідно опосередкованого впливу на інші макроекономічні показники такі як рівень безробіття, споживання тощо. Наприклад, купівля цінних паперів має стимулюючий ефект, збільшуючи обсяг грошей в обігу, знижуючи процентні ставки, і тим самим робить дешевшими позики та інвестиції.

Основними перевагами використання операцій на відкритому ринку є гнучкість цього інструменту і можливість оперативного коригування розміру, напрямку впливу таких операцій за потреби [5, с. 236]. Водночас такі операції мають свої обмеження, такі як ефективність лише в короткостроковому періоді, та непередбачені наслідки, зокрема можливість спотворення ринку державних цінних паперів. Наприклад, надмірна купівля державних цінних паперів центральним банком здатна призвести до підвищення цін і зниження їх дохідності, що може ускладнити процес пошуку інвесторами надійних і прибуткових інвестицій.

Облікова ставка являє собою процентну ставку, за якою ЦБ надає кредити комерційним банкам, і служить орієнтиром для інших ринкових процентних ставок. Зниження облікової ставки здійснюється задля стимуляції ділової активності в економіці. Відповідно підвищення облікової ставки має протилежний ефект і призводить до того, що в результаті комерційні банки, як правило, стягують більш високі процентні ставки за кредитами, які вони надають своїм клієнтам. Тобто позики стають дорожчими для економічних суб'єктів, що зі свого боку впливає на прийняття рішень щодо співвідношення споживання й заощаджень, інвестицій, а отже, на рівень інфляції в економіці [6, с. 13]. Водночас можливість центрального банку впливати на кредитні рішення комерційних банків обмежена, коли у банків з'являються альтернативні джерела дешевших резервів [5, с. 240]. Перевагою цього інструменту є його порівняна простота, а також великий досвід застосування, що забезпечує глибинне розуміння ефектів та наслідків зміни облікової ставки на грошовий та реальний сектори економіки.

Не менш важливим інструментом є норма обов'язкового резервування, адже вона фактично грає подвійну роль виступаючи одночасно як засобом монетарного, так і пруденційного регулювання. Норматив обов'язкового резервування стосується суми грошей, вираженої у вигляді певного відсотка від залучених банком депозитів, яку банківська установа повинна тримати у резерві на рахунку в ЦБ [7, с. 9]. З точки зору грошово-кредитного регулювання коригування відсотка резервних вимог можна розглядати як спосіб центрального банку опосередковано впливати на мультиплікацію грошей та умови кредитування в економіці, подібно до інших

інструментів монетарної політики. Відповідно зниження норми резервування призводить до того, що певна частина резервів стає надлишковою, і у банківській установи з'являється додатковий обсяг грошових коштів для надання позик. Збільшення доступності коштів призводить до посилення конкуренції між банками щодо позики своїх надлишкових резервів, а це веде до зниження процентних ставок. Однією з головних переваг нормативу резервування є відносна оперативність. Наприклад, у періоди економічної нестабільності, такі як висока інфляція або рецесія, ЦБ може швидко скоригувати норму резервування, щоб вплинути на кількість грошей, доступних для кредитування.

Однак слід розуміти, що зміна резервних вимог зазвичай не використовується як основний інструмент для реалізації цілей монетарної політики. Натомість вона насамперед використовується як пруденційний захід для забезпечення стабільності та надійності банківської системи; гарантування того, що банки мають достатньо готівки або високоліквідних активів для задоволення певної частини вимог вкладників [8, с. 183]. Негативний аспект полягає у тому, що в разі підвищення норми резервування банк може не мати достатньої кількості ліквідних активів для задоволення своїх негайних грошових потреб. Світовий досвід використання цього інструменту показав, що результатом навіть невеликої і необережної зміни резервних вимог може бути сильна зміна обсягу грошової маси в обігу, умов кредитування та економічної активності. Останні тенденції свідчать, що центральні банки почали надавати банкам більшу автономію у вирішенні питання про те, як керувати своєю ліквідністю, що дає банкам більше гнучкості та свободи у прийнятті власних рішень.

Управління золотовалютними резервами набуває особливо істотного значення за умов фіксованого курсу, адже тоді ЦБ зобов'язаний здійснювати активні дії з купівлі-продажу валюти для підтримки стабільного обмінного курсу. Однак недопущення надмірного вичерпання резервів та підтримка їх обсягу й рівня ліквідності у межах певного адекватного діапазону є важливою за будь-якого режиму валютного курсу, так як вони є важливою складовою національного багатства країни.

Кожен з наведених інструментів є важливим і має свій корисний ефект при застосуванні у конкретних економічних обставинах. Однак жоден з них не є

досконалим і має власні обмеження. Нетрадиційні інструменти з'явилися у відповідь на неспроможність традиційного інструментарію у подоланні кризи 2007-2009 років та подальшої нормалізації економічних умов.

Кількісне пом'якшення (quantitative easing; QE) є поширеним нетрадиційним інструментом, які ЦБ розвинених країн використовують у сучасних умовах. Метою QE є стимулювання кредитування та інвестицій, активізація економічної активності та боротьба з дефляцією й рецесією. При цьому QE істотно відрізняється від операцій на відкритому ринку (табл.1.1).

Таблиця 1.1

Порівняння операцій на відкритому ринку та кількісного пом'якшення

Характеристика інструменту	Операції на відкритому ринку	Кількісне пом'якшення (quantitative easing)
Мета використання	Спрямований на вплив на короткострокові процентні ставки, задоволення банківських потреб у грошах та облігаціях, операційних цілей монетарної політики.	Є насамперед засобом стимулювання економічної активності, впливання ліквідності в економіку (для стабілізації економіки може застосовуватись протилежна політика – quantitative tightening).
Суть інструменту	Придбання та продаж цінних паперів центральним банком на вторинному ринку.	Купівля значної кількості цінних паперів, масштаб якої набагато більший, ніж звичайні операції на відкритому ринку.
Умови використання	Здійснюється на регулярній (щоденній) основі.	Зазвичай застосовується, коли традиційні інструменти вичерпали себе та більше не ефективні. Наприклад, коли процентні ставки вже низькі та знаходяться біля своєї нульової межі, а рівень кредитування та ділової активності все ще низький і не досягнув бажаного рівня, може бути впроваджено програми кількісного пом'якшення.
Опис	Операції здійснюються з переважно державними цінними паперами.	Охоплює не тільки стабільні та надійні державні цінні папери, але й інші фінансові активи, наприклад, іпотечні цінні папери, які могли стати непопулярними та ризикованими через розгортання кризової ситуації в економіці.

Джерело: складено автором на основі [9]

Істотна відмінність QE від сеньйоражу полягає у тому, що сеньйораж означає купівлю центральним банком нових державних цінних паперів безпосередньо в

уряду, таким чином надаючи пряме фінансування уряду, тоді як QE – купівля лише існуючих облігацій з ринку. В цьому і його основна перевага, адже у більшості країн QE може бути реалізований за існуючих принципів здійснення монетарної політики, які полягають, по-перше, у незалежності ЦБ від уряду, а по-друге, у забезпеченні стабільності цін шляхом встановлення таргету інфляції [10, с. 193].

Ще одним нетрадиційним інструментом вважається використання комунікаційної політики для повідомлення центральним банком своїх намірів, формування очікувань громадськості щодо майбутнього курсу процентних ставок, які впливають на інвестиційні рішення, поведінку споживачів та загальну економічну активність. Цей інструмент дістав назву *forward guidance* (форвардне керівництво), або заяви про наміри. Тобто головне завдання заяв про наміри полягає у підвищенні передбачуваності майбутніх дій ЦБ та забезпеченні можливості ефективно орієнтуватися у складні часи економічної невизначеності, що дозволяє учасникам ринку приймати більш обґрунтовані рішення. Зокрема, під час Глобальної фінансової кризи ЦБ провідних країн світу (ФРС, ЕЦБ, Банк Канади тощо) використовували заяви про наміри для сигналізації своєї рішучості щодо подальшої підтримки економіки за допомогою нетрадиційних заходів, завдяки чому вдалося уникнути поширенню дефляційних настроїв.

Проте на відміну від інших нетрадиційних інструментів історія використання заяв про наміри є набагато ширшою. Наприклад, у США вже у середині 1990-х років FOMC (Федеральний комітет з відкритого ринку) почав оголошувати зміни в цільовій ставці федеральних фондів та видавати заяви відразу після своїх зустрічей. Ця практика була спрямована насамперед на підвищення прозорості та чіткості рішень щодо монетарної політики [11, с. 8]. Подібно до цього Банк Японії у квітні 1999 року також запровадив форвардне керівництво, однак метою цього кроку була підтримка впевненості громадськості та ринків щодо відданості центрального банку своїм діям, спрямованим на подолання дефляційних проблем [9, с. 12].

Нетрадиційна політика негативних процентних ставок є інструментом, який може використовуватися центральними банками для боротьби з економічними проблемами, такими як низька інфляція або повільне зростання. Ця політика полягає

у запровадженні негативних ставок на надлишкові резерви, тобто стягується плата за утримання резервів у центральному банку, що заохочує комерційні банки позичати свої надлишки коштів. По суті цей механізм покликаний стимулювати економічну активність і збільшувати потік кредитів у фінансовій системі.

1.2. Теоретичні моделі впливу грошово-кредитного механізму на економічне зростання та макроекономічну стабільність

Сучасні підходи до монетарного регулювання є відображенням еволюції поглядів щодо питань природи та ролі грошей, грошового обігу, ролі держави та необхідності її активного втручання в економічні процеси. Гроші та грошове регулювання були предметом дослідження вчених з давніх часів, які намагалися пояснити їх функції, вартість та вплив на економіку. На основі цього виникали різноманітні теорії, що включали нові уявлення та розуміння й послугували основою для подальшого розвитку економічної думки.

Класичний підхід базується на кількісній теорії грошей – фундаментальній теорії, яка виникла у період «революції цін» у Європі і постулати якої залишаються актуальними і по сьогодні. Розвиток та започаткування кількісної теорії знайшли своє відображення у працях таких вчених як Жан Боден, Девід Юм, Джон Лок та інші. Їх роботи ознаменували значний зсув економічної думки в бік визнання впливу грошової маси на рівень цін, пов'язуючи більшу кількість грошей в обігу зі зниженням їх вартості [5, с. 37].

Однак чи не найбільш відомим представником цього напрямку був Ірвінг Фішер, що розробив кількісне рівняння обміну, таким чином формалізувавши теоретичні положення у ключову економічну рівність [5, с. 38]:

$$M \times V = P \times Q \quad (1.1)$$

де M – грошова маса, що циркулює в обігу;

V – швидкість циркуляції грошей протягом періоду (зазвичай за рік);

P – загальний рівень цін в економіці;

Q – кількість реалізованих товарів та послуг.

Тобто кількісна теорія встановлює прямий зв'язок між головною змінною монетарної політики (грошова маса) та зміною рівня цін, адже зі збільшенням кількості грошей в обігу вартість або купівельна спроможність кожної одиниці грошей зменшується за інших незмінних умов. Відповідно до цієї теорії, швидкість обороту грошей в економіці і рівень виробництва товарів і послуг вважаються постійними в короткостроковій перспективі. А на довгострокове економічне зростання насамперед впливають реальні фактори, такі як технологічний прогрес, продуктивність праці та накопичення капіталу. Натомість будь-яке збільшення грошової маси в обігу призводить лише до пропорційного зростання цін. Тобто гроші є нейтральними і не впливають на темп зростання економіки. Зважаючи на це, управління грошовою масою може бути засобом антиінфляційного регулювання, однак аж ніяк не економічного стимулювання.

Водночас еволюція теоретичних підходів до визначення грошей та до проведення монетарної політики відображає мінливий економічний ландшафт внаслідок виникнення економічних викликів, що потребували вирішення і призводили до розвитку і прийняття конкретних наукових теорій та рекомендацій. Так у США у 1929-1933 роках тривала Велика депресія, що характеризувалася глибоким економічним спадом, безробіттям, дефляцією і ставила під сумнів концепції про саморегульованість вільного ринку та природну рівновагу економіки. У ці роки виникла і сформувалась кейнсіанська теорія, названа на честь її засновника Джона Мейнарда Кейнса, одного з найвідоміших і найбільш впливових економістів минулого століття.

Кейнсіанська теорія ключову роль надає управлінню сукупним попитом за допомогою державної політики для згладжування економічних коливань. Головним механізмом впливу монетарної політики на сукупний попит, як основний елемент, що впливає на економічне зростання та інфляцію, є політика процентних ставок. У короткостроковому періоді в умовах негнучких цін вплив зміни грошової пропозиції працює не за принципами кількісної теорії, тобто не через зміну рівня цін, а насамперед через процентну ставку. Зокрема, теорія переваги ліквідності, обґрунтована та розроблена Кейнсом, є фактично теорією попиту на гроші, що

виокремлює різні мотиви нагромадження реальних грошових залишків та описує процес встановлення рівноваги пропозиції і попиту на грошовому ринку за допомогою відсоткової ставки [12, с. 298].

Відповідно ключем до виходу з глибокої економічної кризи 1920-30-х років було проведення політики дешевих грошей, яка передбачала розширення грошової пропозиції, зниження ставки відсотка, стимулювання інвестицій та економічного зростання. Кейнсіанці вважали, що помірна інфляція позитивно впливає на економічне зростання через стимулювання приватних осіб та підприємств інвестувати або витратити свої гроші, а не накопичувати їх, тобто сприяє досягненню ситуації ефективного попиту в економіці, за якої попит дорівнює рівню виробництва за повної зайнятості, тобто природному рівню виробництва.

Експансіоністська політика, що базувалася на кейнсіанських підходах до державного регулювання та на кривій Філіпса, яка передбачала обернену залежність між безробіттям та інфляцією, відіграла центральну роль у подоланні наслідків Великої депресії, а також у роки після Другої світової війни. Водночас така політика постала перед значним економічним викликом, спровокованим насамперед нафтовою кризою у 1970-х роках, які характеризувалися стагфляцією, тобто одночасно високими рівнями безробіття та інфляції. Таким чином ця ситуація суперечила традиційному розумінню кривої Філіпса та кейнсіанської економічної теорії.

Необхідність вирішення постійної проблеми інфляції, яка неухильно зростала у період 1970-80-х років зумовила поширення ідей монетаризму, найвідомішим представником якого є Мілтон Фрідман. Дотримуючись базових постулатів кількісної теорії, монетаристи доводили ключову роль грошей в економіці, насамперед підкреслюючи прямий вплив зміни грошової маси на номінальний ВВП. Тобто процеси, що протікають у грошовій сфері є як джерелом зародження нестабільностей та криз в економіці, так і забезпечення економічного зростання. Тому ключ до економічної стабільності полягає в управлінні кількістю грошей, що циркулюють в економіці.

Однією з ключових концепцій у монетаризмі є монетарне правило Фрідмана, відповідно до якого здійснюється контроль темпів зростання грошової маси. Це

правило служить орієнтиром для регулювання грошової пропозиції і покликано забезпечувати стабільне зростання економіки у довгостроковій перспективі. Водночас надмірне зростання грошової маси призводить до інфляції, а її скорочення може викликати економічні кризи та дефляцію. Тому монетаристи наголошували на важливості управління інфляційними очікуваннями, необхідності підтримки цінової стабільності для стійкого економічного зростання та врахуванні не лише короткострокових економічних умов, але й довгострокових наслідків [5, с. 42-43].

На відміну від кейнсіанства, монетаризму притаманна ідея про те, що ринкова економіка є внутрішньо стабільною, що узгоджується з концепцією *laissez-faire*, яка полягає у мінімальному втручанні держави, щоб дозволити ринку саморегулюватися та досягати рівноваги природним шляхом. Монетаристи стверджують, що ринкові механізми можуть ефективно саморегулюватися, а надмірне регулювання економіки та втручання у функціонування ринків розглядається як потенційно шкідливе і таке, що порушує природний баланс ринку.

Яскравим прикладом кейнсіансько-неокласичного синтезу є модель IS-LM, розроблена Джоном Хіксом та Елвіном Хансеном. Вона пояснює процес встановлення рівноваги в економіці. Крива LM демонструє рівень відсоткової ставки, що зрівноважує ринок грошей за кожного рівня доходу, крива IS – ринок товарів [13, с. 141]. Модель дозволяє проводити аналіз впливу різноманітних факторів на зміну рівноваги, наприклад, вплив зміни пропозиції грошей, яка є екзогенною змінною, яку визначає центральний банк, і не залежить від процентної ставки.

Згідно з теорією переваги ліквідності, яка фактично є основою для побудови кривої LM, зростання пропозиції грошей призводить до встановлення відсоткової ставки, що зрівноважує грошовий ринок, на новому, нижчому рівні. Водночас у моделі IS-LM це відобразиться переміщенням кривої LM вправо донизу, через що точка рівноваги загалом змінюється і починає знаходитися на відносно вищому рівні доходу (ВВП) і на рівні нижчої ставки процента (рис. 1.2). Зниження ставки відсотка стимулює інвестиції, що збільшує загальний рівень видатків в економіці, виробництво, а відповідно і рівень ВВП. Тобто зміни у грошовому секторі передаються на реальний сектор економіки.

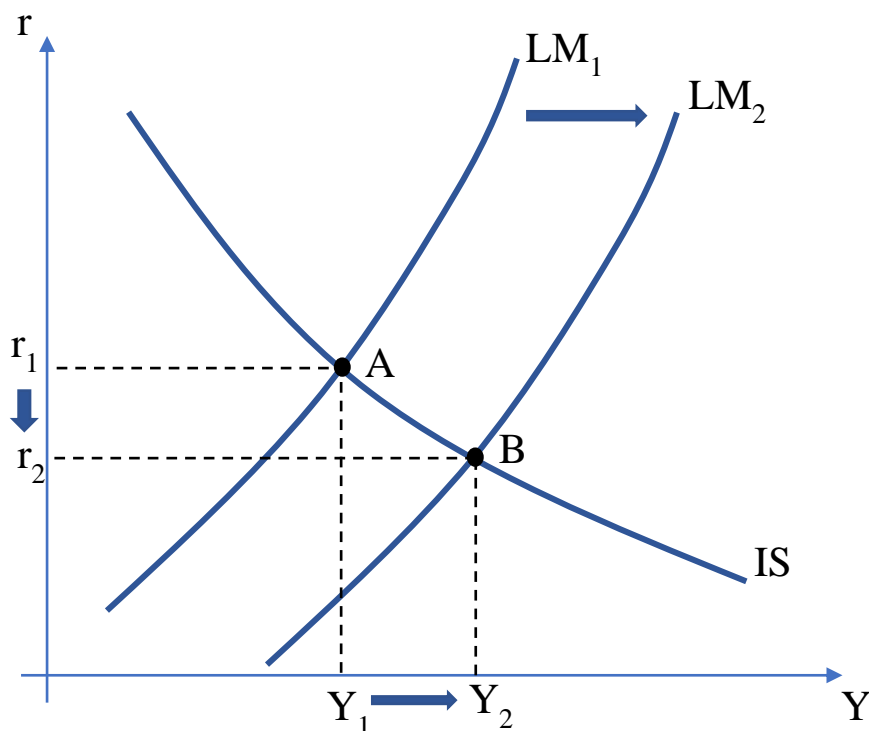


Рис. 1.2. – Зростання пропозиції грошей у моделі IS-LM

Джерело: складено на основі [13, с. 145]

Саме тому приріст реальної грошової маси позитивно впливає на економіку, стимулюючи економічну активність, так як люди мають більше коштів для витрат та інвестування, що збільшує споживання та виробництво. Проте ціна є екзогенною змінною у моделі IS-LM, а отже ця модель будується для короткострокового періоду, коли рівень цін незмінний. Втім зміна цін в економіці – дуже вагомий фактор. Рівень інфляції здатен впливати на рівень доходу та заходи ЦБ як негативно, так і позитивно.

Відповідно модель IS-LM можна розглядати у контексті теоретичного обґрунтування кривої сукупного попиту та використати для пояснення впливу зміни цін на рівень доходу. Результатом підвищення рівня цін є скорочення пропозиції реальних грошових залишків за інших незмінних умов. А отже, крива LM зміщується ліворуч вгору, тобто рівновага встановлюється за нових умов вищої відсоткової ставки та нижчого доходу (ВВП). А крива сукупного попиту безпосередньо узагальнює таку обернену залежність [12, с. 319]. Це також пояснює той факт, що основною причиною високих процентних ставок зазвичай є висока інфляція.

Висновки до розділу 1

Грошово-кредитна політика є важливим компонентом системи економічного регулювання країни, що спрямована на регулювання та контроль грошової маси, процентних ставок та інших економічних змінних і відповідальність за здійснення якої несе центральний банк. Основні стратегічні цілі монетарної політики прийнято поділяти на забезпечення цінової стабільності, підтримку повної зайнятості, а також сприяння економічному зростанню. Під час економічних спадів може бути використана стимулююча політика для підтримки зростання шляхом зниження процентних ставок та збільшення грошової маси. Водночас рестрикційна політика впроваджується в періоди високої інфляції для охолодження економіки.

Монетарній політиці притаманний довгий зовнішній лаг у зв'язку з доволі складним трансмісійним механізмом, що має непрямі канали впливу на економіку. Трансмісія реалізується шляхом використання відповідного інструментарію як традиційного (облікова ставка, операції на відкритому ринку, резервні вимоги), так і нетрадиційного (кількісне пом'якшення, форвардне керівництво, негативні процентні ставки).

Теоретичні підходи до визначення природи та суті грошей, проведення грошово-кредитної політики охоплюють різні напрями економічної думки, кожен з яких заклав основу для розуміння того, як монетарні фактори впливають на економічні показники та створив підґрунтя для подальшого розвитку монетарної політики. Кожна з розглянутих теорій фактично була відповіддю на виклики тогочасної реальності, відповіддю на неспроможність наявних теорій пояснити змінні умови та шоки нових економічних обставин. Якщо кейнсіанський підхід сконцентрований на подоланні проблем безробіття шляхом стимулювання сукупного попиту, то монетаризм змістив фокус економічної політики на вирішення проблеми інфляції. Внаслідок акценту на різних факторах кожна школа рекомендує своє бачення для контролю інфляції, забезпечення економічного зростання та уникнення різких економічних коливань. Кожна з них прагне запропонувати рішення для зменшення економічної мінливості та створення більш керованого економічного ландшафту, грає велику роль у формуванні сучасної економічної політики країн світу.

РОЗДІЛ 2 СВІТОВИЙ ДОСВІД СУЧАСНОЇ ЕФЕКТИВНОЇ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ

2.1. Ефективний грошово-кредитний механізм післявоєнного відновлення економіки

Війна неминуче призводить до матеріального руйнування, зниження ВВП та рівня життя, втрат людського капіталу, а також переоцінки цілей та пріоритетів державної політики. Як показує міжнародний досвід, в умовах воєнних дій роль монетарної політики зводиться не тільки до сприяння фінансовій стабільності, а передусім забезпечення фіскальних потреб уряду. Водночас неможливість повною мірою покладатися на ринкові механізми у воєнний час становить значний виклик для центральних банків.

Досвід США під час Другої світової війни показує, що політика ФРС була спрямована насамперед на збереження низьких витрат на позики для уряду, тобто зменшення тягаря обслуговування боргу. Адекватне фінансування має вирішальне значення у воєнний час для підтримки державних витрат на оборону та інфраструктуру. Водночас необхідні масштаби такого фінансування можуть становити значну загрозу для підтримки фінансової стабільності.

Починаючи з 1942 року ФРС взяла на себе зобов'язання підтримувати низькими як короткострокові, так і довгострокові процентні ставки, фактично запровадивши контроль за усією кривою дохідності шляхом купівлі державних цінних паперів. Зокрема, ФРС здійснювала активну купівлю короткострокових державних цінних паперів (тримісячних казначейських векселів), а їх дохідність була зафіксована на рівні 0.375%. Здійснюючи операції на відкритому ринку ФРС контролювала дохідність довгострокових облігацій у вузькому діапазоні, вищий поріг якого не мав перевищувати 2,5% річних [14, с. 8]. У воєнний час такий контроль за процентними ставками мав вирішальне значення для управління масовими потребами уряду в позиках. Ці заходи надали міцний фундамент для підтримки економічної стабільності та запобігання серйозних збоїв, які могли ще більше дестабілізувати економіку.

В результаті таких дій у період з 1944 по 1948 рік ФРС утримувала значну частку непогашених короткострокових облігацій на своєму балансі [15, с. 5]. Відношення боргу до ВВП в країні зросло з 40% до 110%. Крім того, одним з логічних наслідків такої політики було суттєве зростання грошової маси. Водночас інфляція залишалася низькою внаслідок значного скорочення споживчого попиту, що було зумовлено обмеженою доступністю споживчих товарів та переорієнтацією підприємств на потреби воєнного часу. У зв'язку з цим спостерігалось рекордне підвищення рівня заощаджень домогосподарств, що відображало надання переваги ліквідності, а також різке уповільнення швидкості обігу грошей в економіці [14, с. 9].

Хоча у післявоєнний період динамічне зростання грошової маси фактично припинилося з огляду на відсутність необхідності здійснення видатків на війну, люди почали витрачати більше, що в умовах обмеженої пропозиції призвело до сплеску інфляції та економічної активності. У 1946 році темп зростання рівня інфляції становив 20% [14, с. 11]. Жорстка монетарна політика, що базувалась на підвищенні облікової ставки та норми резервування у синхронізації зі скорочувальною фіскальною політикою допомогла відносно безболісно стабілізувати інфляцію навколо 2%.

Водночас досвід повоєнного відновлення країн, що розвиваються, є більш корисним для України через більшу близькість характеристик їх економік. Прикладом успішної імплементації стратегії повоєнного відновлення може бути Ізраїль.

Досвід Ізраїлю є непересічним з огляду на те, що історія його державності – це історія безперервних воєн та військової напруги, що безпосередньо відображається і на характері монетарної політики, яка проводиться в країні. Під час Війни на виснаження, що тривала у 1967-1970 роках, Ізраїль провадив монетарну та фіскальну політику, спрямовану на підтримку ділової активності в економіці. Незважаючи на інфляційні ризики, облікова ставка центрального банку залишалася незмінною на рівні 6%, відбувалось активне монетарне розширення. Ці заходи сприяли стимулюванню інвестування, виробництва, зайнятості й довели свою ефективність, внаслідок чого середнє зростання реального ВВП складало близько 12% на рік після

початкового року військових дій. Цього вдалося досягти з одночасним підтриманням низьких темпів інфляції, які в середньому знаходились на рівні 3,1% на рік [16].

Фактично головною складовою економічної стабільності виступала фіксація обмінного курсу на час війни у якості якоря монетарної політики. Велика частина зростаючого бюджетного дефіциту покривалася за рахунок грошової емісії ЦБ. При цьому істотне значення мала міжнародна грантова допомога, що фінансувала близько 20% фіскального дефіциту [16].

Втім військові протистояння у регіоні не вгасали. Далі Ізраїль зіштовхнувся з Війною Судного дня у 1973 році, а також Ліванською війною у 1982 році. У країні спостерігалось різке зростання рівня інфляції, яка знаходилася навколо 40% протягом 1973-1978 років, поступово зростаючи, внаслідок чого у період з 1978 по 1983 рік середньорічна інфляція уже становила практично 120%. Пік інфляції становив 400%. Розкручування інфляційної спіралі було спричинене зниженням податкових надходжень та емісійним фінансуванням оборонних потреб, які зростали в умовах війни [17, с. 3-7].

Така динаміка вимагала оперативних дій щодо контролю економічних умов, у зв'язку з чим було реалізовано стабілізаційну програму, починаючи з літа 1985 року. Програма була багатогранною й включала усі напрямки державного регулювання: монетарний (акцент на контролі темпів зростання грошової маси та раціональній процентній політиці), фіскальний (надходження, видатки й дефіцит держбюджету), зовнішньоекономічний (міжнародна торгівля й міжнародні фінансові операції країни). Завдяки всебічному підходу програма мала на меті забезпечити ефективне вирішення зростаючої інфляції та економічної нестабільності.

З-поміж кроків, реалізованих за програмою, можна виокремити наступні [18, с. 117]:

- 1) Фіксація валютного курсу, що була зумовлена низкою чинників. Передусім стабілізація курсу національної валюти може допомогти посилити довіру економічних агентів до держави й сприяти припиненню надмірної інфляції. Крім того, у 1980-1985 роках імпорт складав 2/3 ВВП Ізраїлю, а експорт – половину. Істотна залежність країни, як малої відкритої економіки, від міжнародної торгівлі

свідчила про важливу роль стабільного обмінного курсу для підтримки зростання. Програма передбачала знецінення курсу нового ізраїльського шекеля на 26%.

2) Стимувальна монетарна політика. В її рамках відбулося зростання рівня ключової процентної ставки, що обмежувало економічну активність у короткостроковому періоді.

3) Жорстка фіскальна дисципліна, включаючи усунення емісійного фінансування витрат держбюджету, збалансування його дефіциту.

Синхронізація фіскальної та монетарної політик у напрямку проведення скорочувальних заходів була ключовою детермінантною успіху у зниженні сукупного попиту, нормалізації темпів інфляції, а відповідно й реалізації стабілізаційної програми загалом. Зокрема, завдяки наведеним заходам програма змогла відносно безболісно для економіки знизити темпи інфляції з практично 500% річних до 20% річних протягом кількох місяців.

Стабілізація економіки внаслідок реалізації програми супроводжувалася позитивною динамікою попиту на реальні грошові залишки, який зростав. Ця динаміка добре узгоджується з теоретичними підходами, показуючи обернений зв'язок рівня інфляції, зокрема очікуваного, та попиту на гроші. Стрімке підвищення загального рівня цін у періоди високої невизначеності негативно впливає на здатність грошей повноцінно виконувати свої функції та на їх купівельну спроможність, що стимулює громадськість тримати їх у меншому обсязі.

Втім рівень попиту збільшувався повільними темпами, не відразу відновившись до попереднього рівня, демонструючи значну роль періоду підвищеної інфляції у прийнятті рішень щодо переваг надання ліквідності серед економічних агентів [18, с. 110]. Водночас невід'ємною складовою успіху програми стабілізації були гранти й позики від США, загальний обсяг яких складав 3,6 мільярдів доларів у період 1985-1986 років [19].

Досвід Хорватії під час військової агресії проти неї та часткової окупації її територій у 1991-1993 роках є цінним насамперед в контексті успіху подолання негативних тенденцій навіть за дуже несприятливих початкових макроекономічних умов, що тільки посилювали виклики.

Воєнне загострення після проголошення Хорватією своєї незалежності у 1991 році супроводжувалося ринковою трансформацією економіки. Водночас нестача валютних резервів зумовила зростання важливості експорту як основного джерела генерування іноземної валюти. Однак війна спричинила втрату традиційних зовнішніх ринків збуту, зокрема зниження доходів від туризму, який до війни був ключовим сектором надходжень в країну. Крім того, деякі сектори втратили значну частину свого внутрішнього ринку внаслідок зниження споживчого попиту всередині країни на той час.

Ситуація залишалася ускладненою зокрема й через уже триваючу з 1970-х років економічну кризу в регіоні. Усе це призвело до глибокого негативного впливу на різні економічні показники, такі як виробничий потенціал, рівень зовнішнього боргу, зайнятість, споживання та інфляція [20]. У результаті в 1993 році річна інфляція складала майже 1500%.

Збалансування потреби в економічному відновленні з необхідністю збереження довіри до монетарного сектору для довгострокової стабільності вимагало проведення стабілізаційної програми. Передусім вона передбачала встановлення обмінного курсу як орієнтира монетарної політики для підтримки цінової стабільності, проведення жорстких монетарних заходів, забезпечення фіскальної стабільності. Ці заходи виступили підґрунтям для стабілізації економічної ситуації та заклали основу для подальшого повоєнного відновлення. Зокрема, середньорічний темп приросту реального ВВП у період з 1994 по 1997 рік складав близько 6,3 % [19]. Середньорічна інфляція стабілізувалася навколо 2-7%, що було доволі непоганим, як для країни з перехідною економікою, і було свідченням ефективності монетарної політики для контролю інфляції у післявоєнний період. Таким чином своєчасні зміни, внесені до грошової системи країни, сприяли відновленню довіри до валютної та фінансової системи країни, яка була серйозно пошкоджена під час війни.

2.2. Грошово-кредитна політика економічного зростання та подолання криз

2.2.1. Роль монетарної політики у сприянні економічному зростанню

Економічне зростання зазвичай ототожнюють зі зростанням виробництва товарів та послуг в економіці як за рахунок технологічного розвитку (інтенсивне), так і за рахунок збільшення кількості ресурсів (екстенсивне). Основним показником, що відображає це зростання, прийнято вважати реальний ВВП. Однак міжнародний досвід показує, що забезпечення стабільного економічного зростання є неможливим без розумної державної політики як фіскальної, так і монетарної.

Емпіричні дослідження свідчать про те, що ЦБ відіграє вирішальну роль не тільки у підтримці фінансової стабільності всередині країни, здійснюючи контроль та регулювання банківської системи, але й у сприянні стабільності рівня виробництва та зайнятості, а також проведенні заходів щодо запобігання фінансовим кризам, тобто проведенні контрциклічної монетарної політики. Яскравим прикладом є США у період Великої поміркованості (Great moderation; середина 1980-х рр. – 2007 рік), який характеризувався стабільними темпами інфляції, помірними темпами економічного зростання й зниженою макроекономічною волатильністю, зокрема у розвинених економіках. Виважена систематична монетарна політика ФРС сприяла економічному зростанню, хоч і не була його головною умовою. Монетарна політика ФРС, як і більшості країн, базується на використанні непрямих (ринкових) інструментів та складному механізмі монетарної трансмісії. Ключову роль грає ставка за федеральними фондами, тобто ставка, за якою комерційні банки позичають свої надлишкові резерви іншим банкам (як правило на ультракороткий період, наприклад, овернайт) на міжбанківському ринку. Тому ФРС здійснює її таргетування шляхом зміни облікової ставки.

Зокрема, середньорічна ставка за федеральними фондами становила 5,36%, а середньорічна інфляція становила усього 3.1% [21, с. 157]. При цьому спостерігався тренд на зниження ставки, що допомагало заохочувати запозичення та витрати, тим самим стимулюючи економічне зростання та зайнятість. Водночас підвищення ставки в періоди високого зростання сприяло стримуванню інфляційного тиску та запобіганню перегріву економіки (рис.2.1).

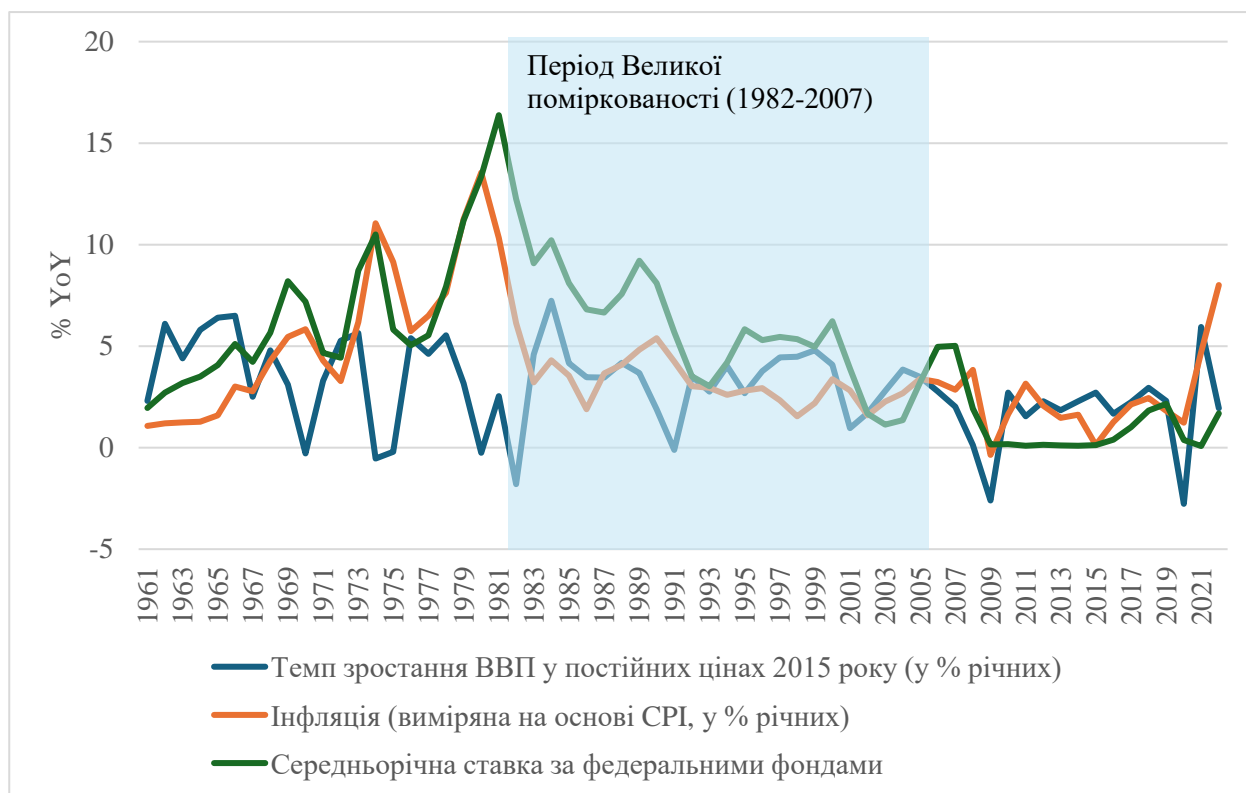


Рис. 2.1. – Динаміка темпів інфляції, зростання ВВП та руху ставки за федеральними фондами у США

Джерело: складено на основі [22], [23]

Низько інфляційне середовище та зростаюча транспарентність ФРС щодо своїх дій також сприяли закріпленню інфляційних очікувань, що стало ключовим для запобігання раптовим стрибкам інфляції або дефляції під час спадів [24].

Крім того, центральним інструментом монетарного регулювання у США, як у той період, так і сьогодні, є операції на відкритому ринку, що істотно впливають на рівень банківських резервів і, отже, на загальні процентні ставки на ринку. Водночас норма резервування більше не має суттєвого впливу на реалізацію монетарної політики ФРС. Хоча резервні вимоги раніше були основним методом контролю кредитної спроможності банків, їх роль з часом зменшилася через негативний вплив їх частоті зміни на ліквідність банків та еволюцію стратегій монетарної політики.

Здійснення монетарної політики у період Великої поміркованості значною мірою відповідало монетарним правилам. Діяльність ЦБ спирається на перспективний підхід до монетарної політики, тобто заснована на необхідності

передбачити майбутні економічні умови, застосовувати ретельне прогнозування з метою не тільки реагувати на зміни економічних умов, а насамперед визначати ці зміни. Тому рішення щодо монетарних заходів доводиться приймати в умовах невизначеності, через що ЦБ можуть покладатися на емпіричні правила як орієнтир для прийняття рішень щодо економічної політики, які базуються на спостережуваних закономірностях в економічних даних, а не на встановлених економічних теоріях. Наприклад, правило Тейлора, яке пов'язує номінальну відсоткову ставку з тим, наскільки далеко економіка від цілі інфляції і від потенційного ВВП.

Загальна форма правила Тейлора [25, с. 4]:

$$i_t = i^* + \pi_t + a(\pi_t - \pi^*) + b(y_t - y^*) \quad (2.1)$$

де i_t – це встановлене значення облікової процентної ставки в даному періоді t ;

i^* – цільовий рівень процентної ставки («природна процентна ставка», тобто ставка за умов потенційного рівня виробництва та постійних темпів інфляції);

$\pi_t - \pi^*$ – «розрив інфляції», відхилення фактичного (очікуваного) темпу інфляції від його цілі в періоді t ;

$y_t - y^*$ – «розрив випуску», відхилення фактичного реального випуску від потенційного випуску в періоді t ;

a, b – емпіричні коефіцієнти.

Водночас рівень випуску в економіці пов'язаний з безробіттям, оскільки розрив ВВП може свідчити і про розрив безробіття. Тобто це правило безпосередньо відображає сутність подвійного мандату ФРС, який полягає у сприянні стабільності цін та досягненні максимальної стійкої зайнятості. Правило Тейлора наочно демонструє, що відхилення в будь-якому напрямку (тобто як перегрів, так і спад економіки) можуть мати негативні наслідки для економіки та суспільства. Водночас включення очікуваного рівня інфляції підкреслює перспективний характер монетарної політики, її здатність формувати економічні результати через очікування.

Критика правила Тейлора полягає у тому, що воно є неефективним у реаліях низьких процентних ставок після глобальної фінансової кризи, а також за умов негативних процентних ставок. Крім того, визначення емпіричних коефіцієнтів, які

не мають міцної теоретичної основи, а також визначення розриву ВВП, що є основою правила, пов'язані зі значними практичними складнощами [26]. Саме тому у дійсності подібні правила не грають вирішальної ролі для прийняття рішень, які передусім залежать від переважаючих ринкових умов, що часто є невизначеними та динамічними. Однак результати, отримані за правилом Тейлора можуть виступати у ролі бенчмарка, з яким можна порівнювати фактичну процентну політику, і у цьому полягає його головна користь.

Цікавим є досвід Китаю, який останні десятиліття демонстрував вищі темпи зростання, ніж будь-яка інша країна світу. Випередивши Японію у 2010 році, Китай став другою найбільшою економікою світу після США. 1990-ті та 2000-ні роки були періодом значних економічних та інституційних реформ для Китаю. Підхід Китаю передбачав поступову лібералізацію своєї економіки, зосереджуючи увагу на збереженні стабільності при впровадженні ринкових реформ, що допомогло здійснити перехід від централізованої планової економіки, де уряд контролював більшість аспектів економічної діяльності, до більш динамічної ринкової економіки, що характеризується більш відкритим та конкурентним економічним середовищем.

Зміни насамперед стосувалися операційної незалежності Народного банку Китаю (НБК), що передбачало більшу автономію НБК для підвищення ефективності заходів монетарної політики. Однак у контексті Китаю варто розуміти, що НБК, на відміну від ЦБ більшості розвинених країн, не є незалежним навіть сьогодні. НБК має широкі повноваження, формулює та реалізує монетарну політику в КНР, однак підпорядкований Державній раді (уряду), а його рішення підлягають схваленню Прем'єр-міністром. Це повинно гарантувати, що рішення щодо монетарної політики узгоджуються із загальними економічними та політичними цілями уряду [27, с. 231].

Крім того, до ключових заходів реформування слід віднести перехід до таргетування рівня грошової маси (грошових агрегатів M1 та M2) у 1994-1995 роках, початок здійснення операцій на відкритому ринку в 1998 році, а також зниження вартості китайської валюти по відношенню до долара США на третину у 1994 році, щоб стабілізувати юань, таким чином наблизивши його реальний обмінний курс до рівноважного значення (рис.2.2) [28, с. 13-16].

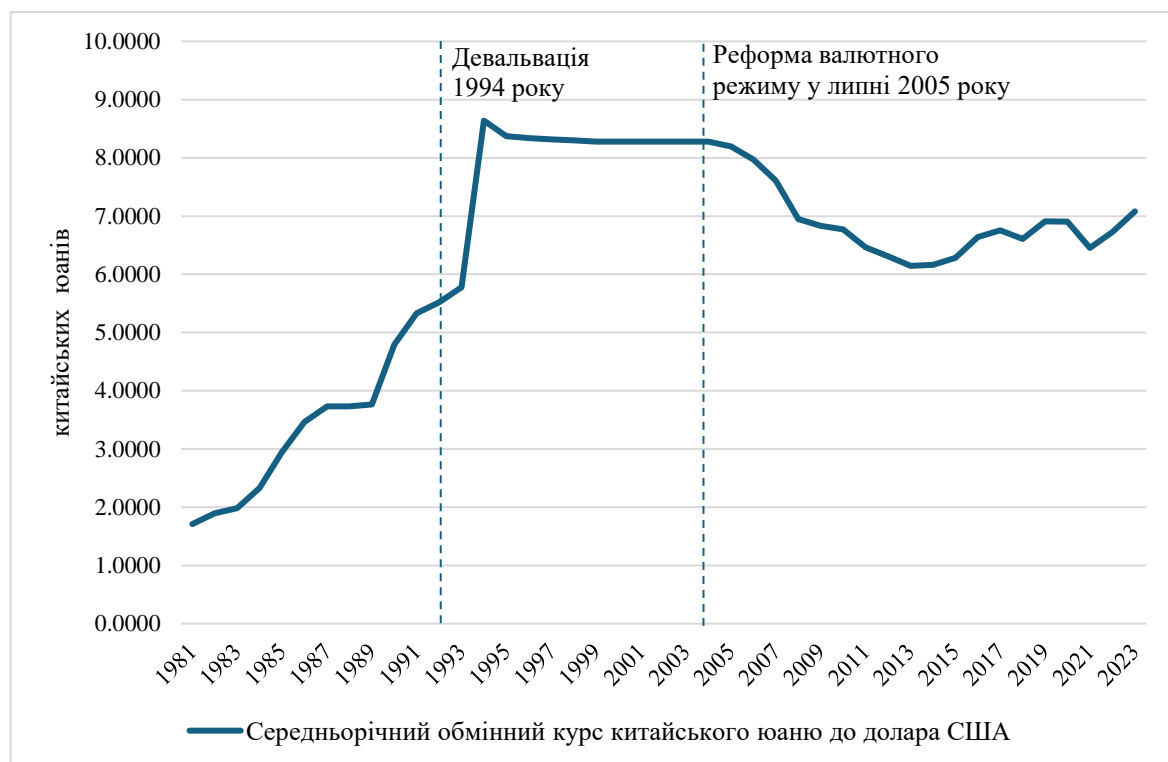


Рис. 2.2. – Динаміка обмінного курсу китайського юаню до 1 долара США
Джерело: складено на основі [22]

Ключовими драйверами економічного зростання у Китаї були швидке зростання ринку нерухомості та промислового сектору, що призвело до позитивних соціально-економічних змін всередині країни. Значну роль у підвищенні економічного потенціалу відіграв монетарний сектор. Середньорічний темп зростання грошового агрегату М2 протягом 1994-2006 років становив близько 19.1%, а темп приросту ВВП становив близько 10%. Це означає, що економіка продовжувала стрімко розширюватися без наростання інфляційного тиску. Тобто Китай зміг досягти як економічного зростання, так і цінової стабільності одночасно.

Стабільна курсова політика Китаю була вирішальним аспектом високих рівнів припливу прямих іноземних інвестицій (ПІІ), що свідчило про впевненість у економічних перспективах Китаю та зміцнювало його позиції на міжнародній арені [29, с. 50]. Китайський юань був прив'язаний до долара США у вузькому діапазоні (режим повзучої прив'язки). При цьому незважаючи на те, що в Китай надходила велика кількість іноземної валюти, завдяки ефективним заходам стерилізації,

здійсненим центральним банком, вдалося уникнути неконтрольованого процесу надмірного збільшення внутрішньої грошової маси.

У міру зростання ролі Китаю у світовій торгівлі та більшої інтеграції у світову економіку покладатись на контроль капіталу ставало дедалі складнішим, а переваги більш гнучкого обмінного курсу ставали більш очевидними. Зокрема, у липні 2005 р. НБК здійснив значний крок у лібералізації валютного курсу, що ознаменував відхід від системи фіксованого обмінного курсу до керованого плаваючого обмінного курсу. Такий крок мав на меті підвищити гнучкість валюти, дозволяючи ринковим силам відігравати більш значну роль у визначенні вартості юаня. Внаслідок цього юань подорожчав на 26% відносно долара США протягом 2005-2015 років [30, с. 8].

Емпіричні дослідження на широкому проміжку часу (1994-2013) підтверджують вплив змін в монетарній політиці на виробництво товарів і послуг у промисловому секторі Китаю, зокрема у короткостроковому періоді. З одного боку, зниження облікової ставки, збільшення грошової маси призводять до збільшення виробництва промислової продукції. З іншого боку, подорожчання валюти (ревальвація) має негативний вплив на випуск продукції, що пояснюється нижчим рівнем експорту через зниження попиту на китайські товари на міжнародних ринках. Це означає, що рішення, безпосередньо прийняті центральним банком щодо монетарної політики, мають прямий вплив на результати діяльності у реальному секторі економіки [31, с. 56]. Водночас у довгостроковому періоді монетарна політика впливає на зміну рівня цін, що узгоджується з теоретичними підходами.

Це також наголошує на важливості проведення здорової монетарної політики з метою недопущення у довгостроковому періоді таких негативних явищ, як висока інфляція та перегрівання економіки, нестабільний обмінний курс. Водночас, коли в країні існує стабільний монетарний ландшафт, підприємства та споживачі можуть впевнено приймати обґрунтовані рішення щодо своїх витрат та інвестицій.

Досвід Китаю не є пересічним ще й тому, що досягнення таких результатів базувалося на використанні ортодоксальних та неортодоксальних заходів, що допомагало адаптуватися до конкретних обставин та викликів (рис. 2.3).

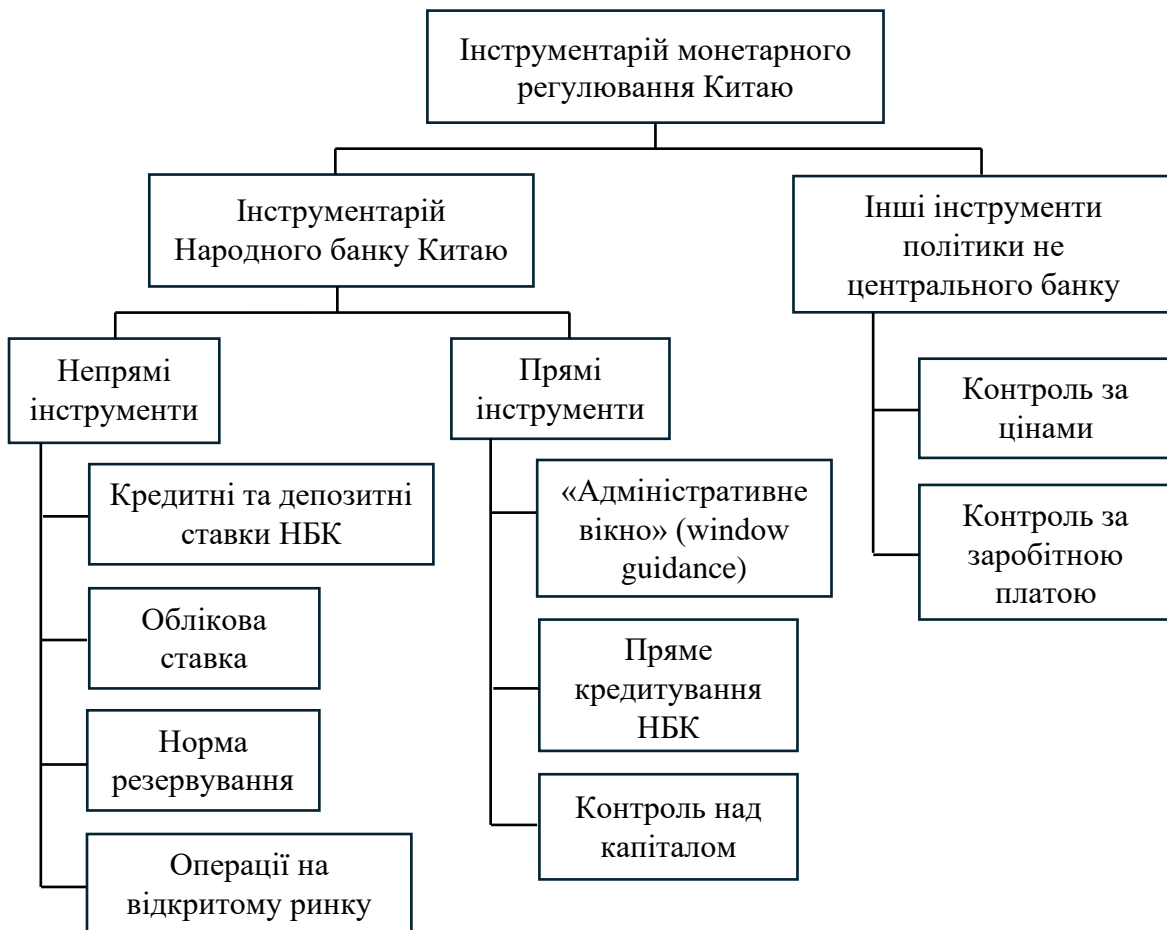


Рис. 2.3. – Інструментарій монетарної політики в Китаї

Джерело: [32]

Незважаючи на те, що прямі інструменти погано узгоджуються з принципами ринкової економіки, шляхом поступової ринкової трансформації, що передбачала поетапну лібералізацію економіки, Китаю вдалося стабільно досягати високих темпів економічного зростання з підтримкою помірної інфляції в довгостроковій перспективі. При цьому Народний банк Китаю використовував три типи інструментів у своїх операціях, що дозволило мати більшу гнучкість в управлінні кредитним та грошовим зростанням, особливо в умовах обмеженого розвитку фінансового ринку та банківського сектору. Зокрема, протягом 1994-2006 років середній фактичний темп зростання обсягу внутрішнього кредиту становив 13.3%. Навіть сучасний досвід НБК свідчить, що ЦБ може покладатися на увесь доступний арсенал інструментарію для ефективного управління економікою, особливо за початкових умов відсутності добре встановленої інституційної бази для використання непрямих інструментів.

2.2.2. Грошово-кредитна політика для подолання криз

Глобальна фінансова криза 2007-2009 років виникла на ринку житла США і швидко поширилася на інші фінансові ринки в усьому світі, зумовивши глибокий економічний спад, що увійшов в історію під назвою Велика рецесія. Серед основних причин можна виокремити м'яку монетарну політику протягом 2003-2005 років, яка фактично заклала основу для подальшого краху ринку нерухомості в США. Під час цього періоду ФРС підтримувала історично низькі процентні ставки, що грало роль у підживленні житлового буму, зробивши позики дешевшими, утворенні спекулятивної бульбашки на ринку нерухомості, стимулюванні ризикованої практики кредитування та нарощуванні системних ризиків у фінансовій системі [33, с. 2].

Наслідки кризи були безпрецедентними. ФРС США знизила ставку за федеральними фондами фактично до нуля (0.25%) на початку 2009 року з наміром стимулювати витрати і кредитування в економіці і тим самим сприяти економічному відновленню. Однак в умовах, коли облікова ставка знаходилась біля своєї нульової межі, у ФРС не було простору для подальшого її зниження, що обмежувало монетарну трансмісію. Водночас відсоткові ставки в економіці залишалися на рівнях, які не забезпечували бажаний ефект стимулювання. Відповідно ФРС не могла більше цілком покладатися на управління рівнем облікової ставки.

Для запобігання подальшому дефляційному тиску та спаду економіки ФРС ініціювала проведення кількісного пом'якшення (QE). Механізм впливу політики QE можна описати наступним чином: здійснюючи широкомасштабну купівлю казначейських облігацій США та інших цінних паперів на відкритому ринку, ФРС вилучає їх з обігу і тим самим збільшує попит на них. Таким чином їхня ціна зростає, що зі свого боку призводить до зниження процентної ставки, тобто дохідності таких цінних паперів, адже між ціною облігації та її дохідністю існує обернена залежність. Так як казначейські облігації є своєрідним базовим еталоном для інших процентних ставок в економіці, то нижча дохідність довгострокових казначейських облігацій може означати здешевлення корпоративних облігацій та іпотечних кредитів, інших

видів кредитування, що призводить до більш активної купівлі житла, більшого найму, а відповідно і зайнятості, підвищення споживання та інвестицій (рис. 2.4).



Рис. 2.4. – Процес впровадження кількісного пом'якшення та його наслідки

Джерело: складено на основі [9], [34]

Зниження дохідності державних цінних паперів робить їх менш привабливими для інвесторів, що заохочує їх вкладати свої гроші в більш ризиковані, а відповідно і більш прибуткові активи, наприклад, акції. Тому не дивно, що з початком впровадження QE фондовий ринок перебував у стані підйому понад десять років.

ФРС провела низку масштабних програм купівлі активів [35, с. 8-9] [36, с. 7]:

1) QE1 (листопад 2008 – червень 2010): придбання цінних паперів у розмірі 1,725 трлн. доларів, більшу частину з яких становили приватні іпотечні цінні папери. Тобто акцент на підтримку та активізацію ринку житла, який сильно постраждав.

2) QE2 (листопад 2010 – червень 2011): придбання довгострокових казначейських облігацій США у розмірі 600 млрд. дол.

3) Програма продовження терміну погашення (maturity extension program, MEP; вересень 2011 – грудень 2012): придбання довгострокових казначейських облігацій при продажу короткострокових казначейських векселів у рівних сумах з метою впливу на процентні ставки. Такий механізм не збільшував загальний розмір балансу ФРС, а був спрямований на зміну його структури.

4) QE3 (вересень 2012 – жовтень 2014): придбання щомісяця цінних паперів, забезпечених іпотекою на суму 40 млрд. доларів, а також казначейських облігацій у розмірі 45 мільярдів доларів на місяць. Усього було придбано цінних паперів на суму близько 1,6 трлн. доларів. Ця програма ознаменувала значну віху в еволюції підходів до здійснення кількісного пом'якшення, адже не мала попередньо визначених масштабів, а була безперервною до покращення економічних умов.

Кількісне пом'якшення мало значний вплив на фінансові ринки. Зокрема, внаслідок QE1 дохідність 10-річних казначейських облігацій зменшилась на 100 б.п., а дохідність іпотечних цінних паперів більш, ніж на 100 б.п. (рис. 2.5).

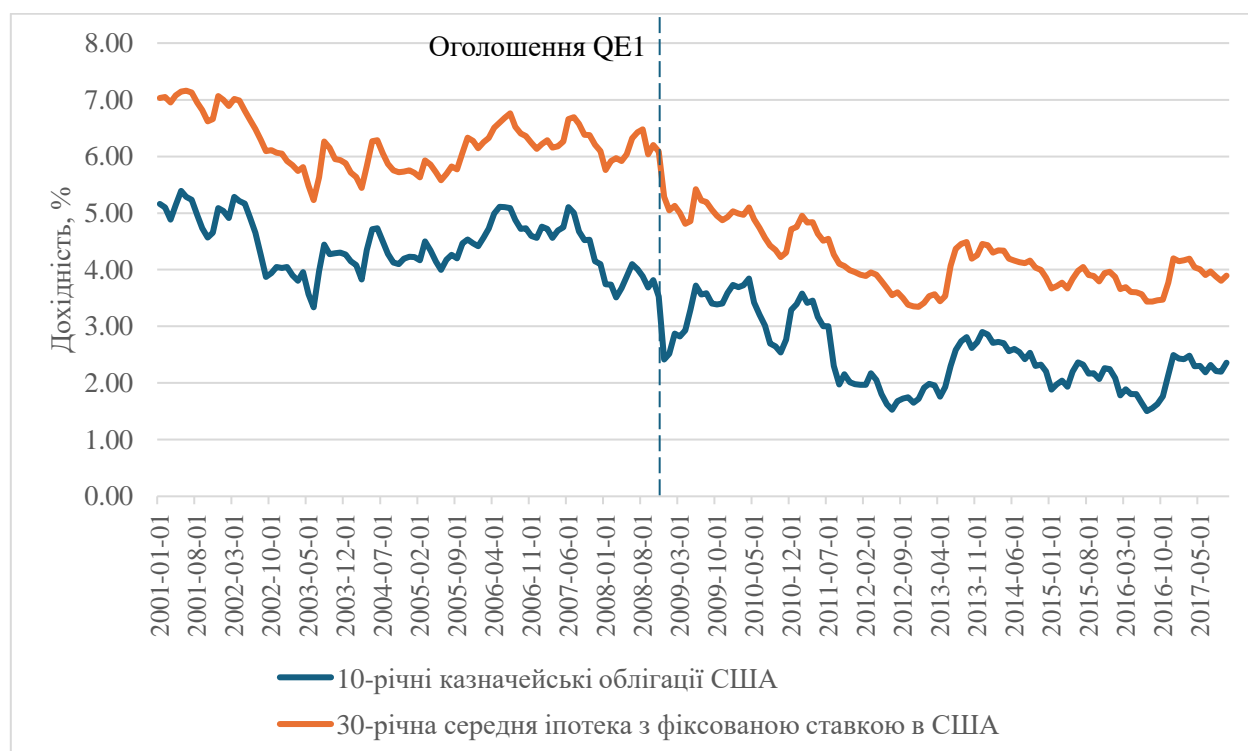


Рис. 2.5. – Динаміка дохідності довгострокових цінних паперів США

Джерело: [22]

Водночас наступні раунди кількісного пом'якшення у цьому плані були менш ефективними. Це може бути пов'язано з тим, що ранні раунди кількісного пом'якшення впроваджувалися у час серйозного стресу на фінансових ринках, надаючи критично необхідну ліквідність [37, с. 950]. Це говорить про те, що ефективність QE проявляється насамперед у надзвичайних обставинах, а у часи нормалізації його використання може бути недоцільним.

Водночас QE завжди використовувався у парі з заявами про наміри. За допомогою заяв ФРС сигналізував про свою прихильність та відданість підтримувати низькі процентні ставки протягом тривалого періоду, впливаючи на очікування та поведінку ринку і забезпечуючи додатковий стимул для економіки.

Позитивний внесок програм кількісного пом'якшення полягав у подоланні слабкості сукупного попиту шляхом забезпечення додаткового стимулу для пожвавлення ділової активності та підтримки зростання. Завдяки форвардному керівництву очікування громадськості щодо інфляції залишалися закріпленими, тобто вони не передбачали значного зниження цін, що сприяло збереженню стабільності в економіці.

Однак фактичні темпи відновлення економіки не виправдали очікувань ФРС. Хоча нетрадиційні методи допомогли уникнути дефляції, вони мали обмежений успіх у допомозі досягнення бажано таргету інфляції, встановленого центральними банками, а середньорічні темпи зростання ВВП становили всього 2.2% протягом 2010-2019 років. Попри це ФРС почала скорочувати свою м'яку політику в 2013-2014 роках, що відображало впевненість у відновленні та напрям на нормалізацію монетарної політики після кризи. Це включало скорочення програм купівлі облігацій і підвищення процентних ставок до більш нормальних рівнів. Дії ФРС керувалися її подвійним мандатом сприяння максимальній зайнятості та стабільним цінам.

Підхід Європейського Центрального Банку (ЄЦБ) до подолання кризи також базувався на використанні нетрадиційних інструментів, однак дещо відрізнявся. ЄЦБ надав пріоритет підтримці банківської системи шляхом гнучкого кредитування, адже у зоні євро банківський кредит відіграє більш значну роль порівняно з США, де ринки облігацій є більш домінуючими.

Окрім того, у Євросоні проблема досягнення цілей монетарної політики після фінансової кризи була значною мірою пов'язана із суттєвим зниженням інфляційних очікувань. Відповідно проблема поєднання низьких інфляційних очікувань та знижених номінальних процентних ставок значно обмежила ефективність монетарної політики і вимагала додаткового втручання ЄЦБ [38]. І хоча незаякорені очікування більше притаманні малорозвиненим країнам зі слабкою економікою, великі кризи можуть загострювати цю проблему навіть у розвинених економіках.

Тому для подальшого стимулювання економіки та пом'якшення наслідків кризи ЄЦБ вирішив застосувати політику негативних процентних ставок. Головною метою була стабілізація довгострокових інфляційних очікувань в межах бажаного діапазону. Зокрема, у червні 2014 року ЄЦБ знизив одну з трьох ключових ставок, а саме ставку за депозитами до $-0,1\%$. Після цього відбулося ще три послідовних знижень депозитної ставки у наступні роки на 10 б. п. ($0,1\%$) кожного разу, внаслідок чого у березні 2016 року ставку було закріплено на рівні $-0,4\%$ [9, с. 15]. Це означає, що комерційні банки фактично платили за утримання надлишкових резервів у ЄЦБ, а відповідно вони були більш мотивовані надавати позики, щоб не тримати гроші у центральному банку та нести витрати.

Це істотно відобразилося на процентних ставках, які стягувалися комерційними банками, особливо за кредитами, та сумі кредитів, які вони надали. Зокрема, знизилася ставка за міжбанківськими операціями (навіть увійшовши у негативну зону), а також процентні ставки за банківськими кредитами [39, с. 16].

Однак вплив передачі на ставки за депозитами, зокрема депозитами домогосподарств, був обмеженим, що пов'язано з небажанням банківських інститутів вдаватися до її зниження. Головна причина в тому, що індивідуальні депозити домогосподарств – це зазвичай невеликі суми, тому витрати на зберігання готівки в них обмежені. А отже, якби банки нараховували негативні ставки за депозитами домогосподарств, міг би статися значний відтік коштів. Це, зі свого боку, створює проблеми з фінансуванням для банків і може підірвати бізнес-модель їх функціонування. Саме цим пояснюється відсутність передавання негативних процентних ставок на депозити домогосподарств. Водночас ставки за депозитами

нефінансовими корпораціями були більш гнучкими, набуваючи навіть від'ємних значень у деяких країнах (наприклад, у Німеччині), адже витрати та незручності з переходом у готівкові кошти для великих корпорацій та підприємств вищі [39, с. 21].

Щодо кількісного пом'якшення, то напочатку ЄЦБ проводив його в невеликих масштабах, або оголошував фіксовану одноразову суму купівлі активів. Однак згодом розмір і тривалість купівлі активів більше не були визначені, а натомість залежали від надходження економічних даних. Першу велику програму було проведено у січні 2015 року, чому сприяли побоювання щодо розгортання дефляції.

У 2020 році світ сколихнула нова криза пов'язана зі спалахом пандемії Covid-19, яка набула глобального характеру. Внаслідок серйозного впливу пандемії на світову економіку перша половина 2020 року для більшості країн світу характеризувалася двома основними ознаками:

- значним зниженням ВВП внаслідок порушення нормального функціонування економіки та падіння економічного виробництва;
- стрімким зниженням інфляції (у деяких країнах темпи зростання цін не просто сповільнилися, але й навіть стали негативними).

Для подолання серйозного економічного спаду та стабілізації фінансових ринків центральні банки проводили стимулюючу монетарну політику, яка полягала у зниженні процентних ставок поряд із розширенням своїх кредитних операцій, щоб забезпечити підтримку кредитування в економіці, а також додаткову ліквідність банкам та іншим фінансовим установам.

Крім того, ЦБ звернулися до застосування нетрадиційних інструментів монетарної політики, щоб допомогти їм підтримати відновлення економіки та запобігти більш глибокій та тривалій рецесії. Якщо для подолання наслідків Глобальної фінансової кризи 2007–2009 років, ЦБ лише кількох великих високорозвинених держав (а також ЄЦБ) запровадили програми кількісного пом'якшення, то у 2020 році для боротьби з негативним впливом пандемії на економіку центральні банки багатьох інших країн, наприклад, малих відкритих економік (Польща, Угорщина, Швеція, Корея), а також країн, що розвиваються (Індонезія, Колумбія), вперше провели QE. Варто сказати, що низка цих країн мала

простір для пониження облікової ставки, але обрали не робити цього, обґрунтовуючи це тим, що процентний канал трансмісії мав обмежений ефект під час кризи.

Конкретні цілі відрізнялися в різних країнах залежно від їх економічних обставин та цілей політики, однак спільним завданням QE для усіх країн було подолання дисфункції ринку, пом'якшення порушень у каналах монетарної політики. Водночас для ЦБ переважно розвинених економік QE також виступав інструментом досягнення цілей монетарної політики [40, с. 4].

У рамках кількісного пом'якшення центральні банки придбавали комерційні папери, корпоративні облигації, цінні папери, забезпечені активами. Проте найбільшу частку склали державні цінні папери (табл.2.1).

Таблиця 2.1

Проведення програм кількісного пом'якшення у різних державах у відповідь на економічний спад внаслідок кризи, пов'язаної зі спалахом пандемії Covid-19

Країна	Опис програми (терміни, темп та обсяги купівлі, діапазон активів, особливості)	Характеристика балансу ЦБ
США	<p>1) Купівля обсягом 80 мільярдів доларів у цінних паперах Казначейства США і 40 мільярдів доларів у іпотечних цінних паперах щомісяця на початку програми.</p> <p>2) Крім того, ФРС також почала включати акції та різні корпоративні облигації, зокрема облигації з нижчою кредитною якістю їх емітентів, тобто більш ризикові.</p> <p>3) Поступовий перегляд та зменшення темпу придбання цінних паперів по мірі досягнення цілей та стабілізації економіки (зокрема, активне зменшення темпів купівлі починаючи з грудня 2021 року).</p>	<p>1) Валюта балансу ФРС станом на березень 2020 року: 4,3 трлн. дол.</p> <p>2) Валюта балансу ФРС станом на квітень 2022 року (пік): 8,9 трлн. дол. Тобто приріст у 106,9%.</p> <p>3) Початок активного скорочення розміру балансу ФРС з червня 2022 року.</p>
Велика Британія	<p>1) Первинне збільшення кількості придбаних Банком Англії активів на 200 мільярдів фунтів стерлінгів у березні 2020 року. Протягом цього ж місяця в економіці відбувся значний сплеск наданих позик нефінансовим секторам, включаючи будівництво, нерухомість та виробництво, транспорт.</p> <p>2) Рекордне зниження ставки ЦБ до 0.1% також зіграло свою роль, надавши вигідні можливості у кредитуванні для ключових секторів.</p> <p>3) Загалом протягом 2020 сума куплених державних цінних паперів та корпоративних облигацій на балансі Банку Англії досягнула 895 мільярдів фунтів стерлінгів.</p>	<p>1) Валюта балансу Банку Англії станом на березень 2020 року: 560 млрд. фунтів стерлінгів.</p> <p>2) Валюта балансу Банку Англії станом на січень 2022 року (пік): 1,12 трлн. фунтів стерлінгів.</p> <p>3) Припинення купівлі цінних паперів наприкінці 2021 року та початок їх продажу з листопада 2022 року.</p>

Продовження табл. 2.1

Японія	<p>1) Банк Японії (BoJ) здійснював великомасштабні закупівлі таких фінансових інструментів як японські державні облігації, комерційні папери, корпоративні облігації, ETFs та інше. Такий диверсифікований підхід дозволив центральному банку забезпечити ліквідність різних секторів економіки та стабілізувати фінансові ринки.</p>	<p>1) Валюта балансу Банку Японії станом на березень 2020 року: 604 трлн. японських єн.</p> <p>2) Валюта балансу Банку Японії станом на травень 2022 року: 736 трлн. японських єн.</p>
Швеція	<p>1) 16 березня 2020 року Банк Швеції (Ріксбанк) оголосив про намір придбати облігацій на суму 300 млрд. шведських крон (що приблизно дорівнює 31 млрд. доларів США). Попередній термін завершення програми QE було встановлено на кінець грудня 2020 року. Метою програми було дати поштовх економіці, підтримуючи низькі процентні ставки та забезпечуючи доступність кредиту.</p> <p>2) Зі зміною ситуації програму кількісного пом'якшення було переглянуто та розширено спочатку до 500, а потім і до 700 млрд. крон для надання додаткової підтримки економіці. Терміни також було зсунуто, й у кінцевому підсумку здійснення QE було завершено 31 грудня 2021 року.</p> <p>3) Фінансові інструменти (як короткострокові, так і довгострокові), які купував Банк Швеції склалися переважно з державних та муніципальних облігацій, захищені облігації (як правило, іпотекою), а також казначейські векселі.</p>	<p>1) Валюта балансу Банку Швеції станом на лютий 2020 року: 899 млрд. шведських крон.</p> <p>2) Валюта балансу Банку Швеції станом на грудень 2021 року: 1,56 трлн. шведських крон.</p> <p>Зростання розміру балансу складає 73,5%.</p> <p>3) Наступний план дій полягає у поступовому зменшенні своїх активів на балансі з часом, що має призвести до скорочення більш, ніж на 50% до кінця 2025 року.</p>
Індія	<p>1) Насамперед у березні 2020 р. запроваджено зниження ставки ЦБ з 5.15% до 4.4%, а потім – до 4% у травні, і утримання ставки на цьому рівні. Тобто це одна з країн, яка мала простір для подальшого зниження процентної ставки. Проте пояснюючи зменшення ефективності зниження облікової ставки посиленням рівнем непередбачуваності через пандемію, було прийнято рішення про проведення QE.</p> <p>2) Програма кількісного пом'якшення включала купівлю виключно державних цінних паперів. Загальна сума ліквідності введена Резервним Банком Індії за період до вересня склала 5,9 трлн індійських рупій.</p>	<p>1) Валюта балансу Резервного Банку Індії станом на лютий 2020 року: 22,1 трлн. індійських рупій.</p> <p>2) Валюта балансу Резервного Банку Індії станом на вересень 2021 року: 34,1 трлн. індійських рупій. Зростання розміру балансу складає 54,3%.</p> <p>3) Водночас починаючи з квітня 2021 р. Резервний Банк Індії систематично зменшував надлишок ліквідності, присутній на ринку, зважаючи на економічну ситуацію у світі.</p>

Джерело: складено на основі [40], [41], [42], [43]

Основними результатами застосування нетрадиційного інструментарію для подолання наслідків кризи були [40, с. 20]:

- зниження вартості запозичень та збільшення доступності кредиту, що сприяло відновленню ділової активності;
- зважаючи на те, що великі розвинені економіки мають більш розвинені та взаємопов'язані фінансові ринки, вплив QE був більш виражений саме для таких економік;
- вдалося уникнути небажаних транснаціональних екстерналій через глобальний характер кризи, що обмежував перетікання капіталу з розвинених економік у країни, що розвиваються, через зменшення в останніх інвестиційних можливостей та наростання світової невизначеності, а також за рахунок швидкого економічного відновлення.

Синхронізація зусиль зі стимулювання у різних куточках світу відображала глобальний характер кризи та необхідність скоординованих дій монетарної політики для пом'якшення її впливу. Водночас прийняття QE центральними банками в країнах, які раніше його не використовували, свідчить про зростаюче визнання потенційних переваг цих програм в управлінні економічними спадами та сприянні відновленню.

2.3. Основні тенденції та суперечності сучасної монетарної політики на прикладі найрозвинутіших країн світу

Одним із основних трендів сучасної монетарної політики є значна поширеність інфляційного таргетування (ІТ) як базового підходу до управління монетарною політикою, однак його ефективність залишається сумнівною. Уже протягом кількох десятиліть інфляційне таргетування є основним режимом монетарної політики у багатьох країнах світу, що передбачає орієнтацію ЦБ у своїх діях на встановлену конкретну інфляційну ціль та використання різноманітних інструментів для її досягнення, насамперед регулювання облікової ставки. Успіх та ефективність ІТ пов'язують зі зниженням волатильності ключових економічних показників та успішністю досягнення відносної економічної стабільності, що характеризується низькою інфляцією та стабільним економічним зростанням. Крім того, одну з переваг

ІТ вбачають у поліпшенні комунікації ЦБ з широкою громадськістю, адже встановлення чітких та прозорих інфляційних цілей підвищує передбачуваність та розуміння рішень щодо монетарної політики.

Однак численні дослідження свідчать про те, що впровадження інфляційного таргетування має послаблюючий вплив на ділову активність в економіці, не покращуючи при цьому показники зростання [44, с. 40]. Зокрема, економіки країн, які не використовують ІТ у якості операційного фреймворку монетарної політики, зростають в середньому на 0.5% швидше, ніж країни з ІТ [45, с. 570]. Критика ІТ полягає ще й у тому, що зосередженість на контролі цінової інфляції часто на практиці означає неврахування та недооцінку інших форм інфляції, наприклад, зростання цін на фінансові активи, такі як акції, облігації та нерухомість, а також ігнорування фінансової нестабільності, внаслідок чого є ризик виникнення бульбашок на ринках активів [46, с. 193]. З цим була безпосередньо пов'язана глобальна фінансова криза – найбільше потрясіння з часів Великої депресії.

Останнє десятиліття зусилля центральних банків були зосереджені на відновленні фінансової стабільності та нормалізації економічного зростання після глобальної фінансової кризи за допомогою широкомасштабних монетарних інтервенцій. Тому від наступних десяти років сподівання були більш оптимістичними. Втім перед світом постали нові виклики – поширення пандемії коронавірусу та необхідність подолання її наслідків, війна між Україною та росією, торгові війни між Китаєм та США, наростання світової напруги.

Мандат більшості ЦБ передбачає, що їх першочерговою ціллю є забезпечення саме цінової стабільності. Це породжує своєрідну дилему: як гарантувати, що прагнення до низької інфляції не перешкоджає широкому економічному добробуту. Компромісним рішенням є закріплення та досягнення другорядних цілей, таких як повна зайнятість, економічне зростання тощо, якщо вони не ставлять під загрозу первинну мету збереження цінової стабільності.

Однак практичний підхід центральних банків під час криз підкреслює динамічний характер впровадження монетарної політики, де фокус зміщується від чіткого дотримання цінової стабільності до вирішення більш широких економічних

викликів, включаючи безробіття та економічне зростання. Безпрецедентний характер монетарної політики, прийнятої під час останніх криз, підкреслює проблеми, з якими стикаються центральні банки у підтримці балансу між стабільністю та зростанням. Зокрема, більш, ніж десятиріччя, облікові ставки провідних центральних банків світу знаходилися біля нижньої нульової межі. У зв'язку з цим монетарна політика значно еволюціонувала, включивши у свій арсенал нетрадиційні заходи, які стали широко вживаними.

Проте у постпандемічному світі спостерігається помітне зростання темпів інфляції, уповільнення економічного зростання, значне зростання рівня боргу. Ці зрушення створили новий ландшафт, що значно відрізняється від умов, які панували останнє десятиліття. Швидке зростання споживчого попиту на товари та послуги у поєднанні з перебоями в ланцюжку поставок, що створили невідповідність між попитом і пропозицією, виступити першочерговим каталізатором інфляції. Водночас російське вторгнення в Україну спровокувало зростання волатильності цін на сировинні товари, посиливши інфляційний тиск. Зростання цін, наприклад, на нафту, в свою чергу, має прямий вплив на загальну інфляцію, адже нафта є вирішальним компонентом у різних галузях економіки, і значне зростання її ціни призводить до збільшення витрат на виробництво для бізнесу. Ці підвищені витрати часто передаються споживачам у вигляді підвищення цін на товари та послуги, що призводить до подальшого тиску на ціни вгору та рекордних рівнів інфляції.

У 2022 році в США інфляція сягнула більш, ніж 9%, а у Євросоні вона становила рекордні 10.6% на піку. Зважаючи на необхідність реагувати на зміну економічних умов та інфляційний тиск, процентні ставки були підвищені до історично високих рівнів у 2022-2023 роках (серед очевидних виключень Китай, де панують дефляційні настрої). Навіть Банк Японії уперше з 2007 року підвищив ключову ставку у березні 2024 року і таким чином вивів її з негативної зони. Негативне зростання грошової маси в США та Європі, а також скорочення темпів її зростання у Японії протягом останніх двох років сигналізує про посилення монетарних умов, що призводить до проблем для бізнесу та домогосподарств у отриманні кредитів, інвестуванні та підтримці споживання (рис. 2.1).

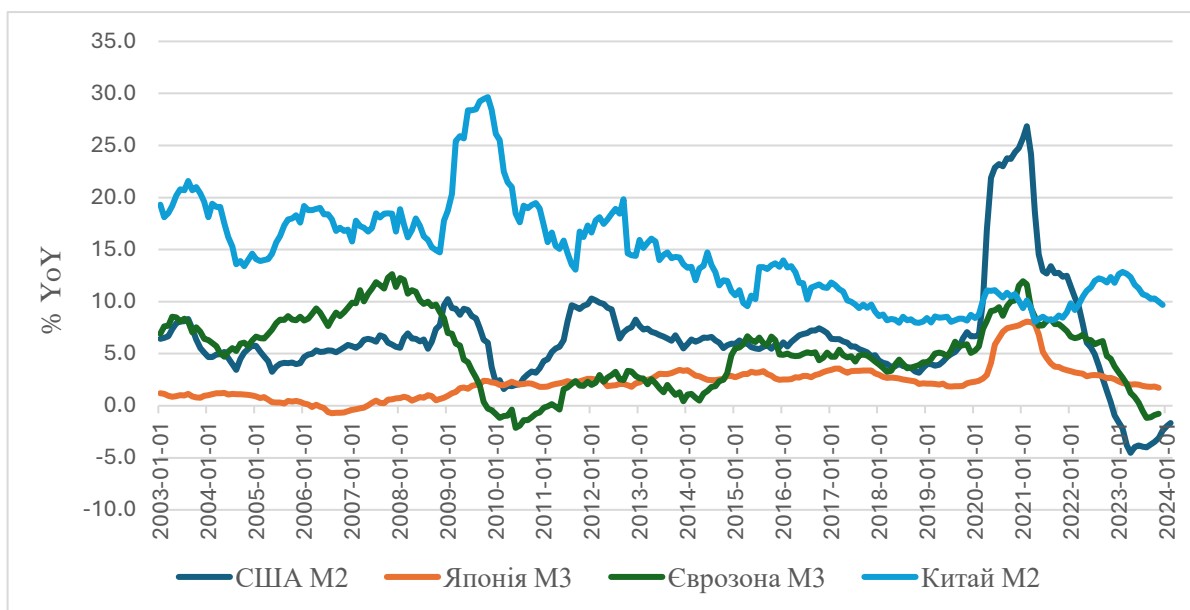


Рис 2.6. – Темпи приросту пропозиції грошей у провідних економіках світу на основі місячних даних, у % рік до року

Джерело: складено на основі [22], [47], [48]

В той час як монетарні заходи центральних банків останні два роки були і є спрямовані на боротьбу з інфляцією та повернення її до таргету, ключове значення у підтримці зростання мала фіскальна підтримка, що узгоджується з кейнсіанськими підходами до регулювання економіки в умовах ризику настання рецесії (рис. 2.7).



Рис. 2.7. – Хронологія розвитку державної політики у розвинених країнах, зокрема США, у 2022-2023 роках та можливі сценарії у 2024 році

Джерело: складено автором

Однак суттєве збільшення відношення державного боргу до ВВП свідчить про тривожну тенденцію зростання боргового навантаження на економіки світу. Наприклад, у США борг до ВВП зріс з 108% на кінець 2019 року до 122% у третьому кварталі 2023 року. Крім того, високі процентні ставки й відповідно висока дохідність державних облігацій підвищують витрати на фінансування боргу, що може мати наслідки для майбутньої економічної політики та загальної стабільності економіки. [49, с. 10].

Одним із глобальних трендів з початку глобальної фінансової кризи є значне розширення балансу центральних банків, що є логічним наслідком застосування програм кількісного пом'якшення. За підсумками 2021 року відношення балансу ФРС до ВВП США становило 34.69%, а балансу ЄЦБ до ВВП Єврозони – 58.29%. Попри жорстку монетарну політику розміри балансу провідних ЦБ все одно залишаються достатньо великими. В сучасних умовах високих процентних ставок це наражає центральні банки на ризики, знижуючи їх чистий прибуток, або й взагалі призводить до збитків. Хоча основним їх мандатом є стабільність цін і аж ніяк не отримання доходу, такий сценарій є несприятливим для збереження довіри фінансових ринків до дій ЦБ та стабільності фінансової системи. Крім того, на цьому фоні виникають занепокоєння щодо здатності центральних банків керувати інфляцією, адже збитковість ЦБ може стимулювати їх до більш поступового та обережного підходу до посилення монетарної політики, навіть за умов зростаючого інфляційного тиску [50].

Водночас у зв'язку з тим, що рівень інфляції падає зі своїх пікових значень, небачених останні 30-40 років, центральні банки можуть бути більш обережними щодо пом'якшення монетарної політики та зниження процентних ставок. Тобто процентні ставки можуть залишатися на поточних рівнях протягом більш тривалого періоду, що призведе до подальшого уповільнення глобальної економіки, особливо економік розвинених країн, у 2024 році. Отже, глобальна нестабільність є новою

реальністю, зокрема й через монетарні причини. Різкий перехід від однієї крайності до іншої, від надзвичайно ліберальної монетарної політики до жорсткої дестабілізує економіку, впливаючи на фінансові ринки, інвестиційні рішення та поведінку споживачів. Така нестабільність може зберігатися довгий час.

Якщо під час кризи 2007-2009 років центральні банки вирішували подвійну проблему зниження попиту та посилення фінансової нестабільності шляхом впровадження нетрадиційних інструментів, що допомогло стабілізувати економіки, то у поточний час існує помітний конфлікт між контролем інфляції та збереженням фінансової стабільності. Потенційна дестабілізація фінансових ринків через підвищення процентних ставок створює виклики для центральних банків.

Висновки до розділу 2

Світовий досвід проведення грошово-кредитної політики у воєнний час та у період післявоєнного відновлення свідчить про відсутність універсального набору дій і необхідність адаптувати свої монетарні заходи, зважаючи на унікальні обставини, що склалися в країні. Основною особливістю є переорієнтація мети монетарної політики на сприяння потребам державного фінансування у воєнний період. Зокрема, дії ФРС під час Другої світової війни щодо фіксації дохідності за казначейськими цінними паперами у США допомогли не тільки створити стабільне середовище для інвесторів на ринку, але насамперед полегшити борговий тягар уряду й забезпечити можливість фінансування зростаючих військових потреб. Водночас аналіз досвіду Ізраїлю та Хорватії показує, що успішне застосування стабілізаційної монетарної політики стало основою відновлення довіри, полегшення негативних наслідків кризи та сприяння відновленню економіки. При цьому ключовими компонентами також були координація дій уряду та центрального банку й міжнародна фінансова допомога, що підтримували зусилля зі стабілізації економіки.

Ефективна монетарна політика має вирішальне значення для підтримки стабільності у фінансовій системі, сприяння інвестиціям та сприяння сталому економічному розвитку. Виважена монетарна політика США була запорукою

стабільних темпів зростання й зниженої макроекономічної волатильності у часи Великої поміркованості. Водночас підхід Китаю в умовах неефективного міжбанківського ринку показує можливість успіху за ситуації використання як непрямих, так і непрямих інструментів монетарного регулювання. Поступова лібералізація економіки, стабільна курсова політика, а також оперування усім доступним арсеналом інструментів забезпечили умови в країні для стабільного зростання й розвитку економіки.

Досвід застосування монетарних заходів подолання криз передусім у контексті подолання негативних наслідків глобальної фінансової кризи та коронакризи свідчить про зростаючу роль нетрадиційного інструментарію. В умовах наближеності короткострокових процентних ставок до нуля центральні банки вдавалися до застосування програм кількісного пом'якшення, а також політики негативних процентних ставок для запобігання розвитку дефляції, стимулювання економіки, покращення доступності кредитів. При цьому активізація використання заяв про наміри була насамперед зумовлена необхідністю чіткої орієнтації очікувань економічних суб'єктів. Нетрадиційні інструменти є формою відповіді на фінансові потрясіння та шоки для запобігання або ж пом'якшення їх негативного впливу, відновлення порушених каналів трансмісії грошово-кредитної політики, а також забезпечення ліквідності фінансової системи.

Сучасними тенденціями у проведенні монетарної політики є поширене використання режиму інфляційного таргетування, а також істотне збільшення розміру балансу центральних банків. Водночас різкий перехід від надзвичайно м'якої монетарної політики для подолання наслідків коронакризи до жорстких монетарних заходів у зв'язку з розкручуванням інфляційної спіралі чинить дестабілізуючий вплив на світову економіку, призводить до сповільнення зростання.

РОЗДІЛ 3 МОНЕТАРНА ПОЛІТИКА В УКРАЇНІ

3.1. Ретроспективний аналіз ефективності грошово-кредитного регулювання в Україні

Від початку своєї незалежної історії Україна зіштовхнулася з рядом проблем у формуванні та впровадженні монетарного регулювання. Відсутність добре функціонуючої платіжної системи ускладнювала ефективне ведення господарської діяльності підприємствам та приватним особам. А висока інфляція купонокарбованця призводила до втрати довіри до національного регулятора серед громадськості та бізнесу, ще більше поглиблюючи економічні виклики. Зокрема, гіперінфляція в 1993 році досягнула позначки у рекордних 10256%. Цьому передусім сприяла економічна нестабільність в Україні, що характеризувалася змінами загальної економічної системи та її функціонування, а також слабкою фіскальною дисципліною.

Помітною рисою недосконалості грошового регулювання було пряме фінансування потреб уряду. Крім того, значна доларизація економіки створила проблеми в контролі грошової маси, перешкоджала здатності керувати інфляцією та стабілізувати внутрішню валюту [51, с. 43].

Очевидно, що необхідність здорової монетарної політики вимагала реалізації кроків щодо створення надійної інституційної бази, прозорих процесів прийняття рішень й ефективної комунікації центрального банку з суспільством. Одним з таких кроків було проведення грошової реформи і введення в обіг гривні у вересні 1996 року, що символізувало новий початок в історії країни. У цей же період вагомим досягненням було упровадження ринку ОВДП, які уже через два роки закріпились у вигляді головного джерела фінансування дефіциту держбюджету. Серед законодавчих заходів можна виокремити прийняття Закону України «Про Національний банк». Згодом у цьому законі було закріплено заборону на пряме грошове фінансування уряду через операції на первинному ринку, що сприяло

забезпеченню відповідальної фіскальної та монетарної політики та запобіганню потенційним негативним наслідкам надмірної емісії грошей.

Протягом 1999 – 2004 років економіка України демонструвала значні темпи зростання разом з помірною інфляцією. Цей період характеризувався поступовим зниженням облікової ставки, поміркованою антиінфляційною політикою, нарощенням обсягу міжнародних резервів. Криза 2007-2009 рр. спровокувала серйозний економічний спад, девальвацію національної валюти й закріплення курсу гривні на рівні близько 8 грн/долар США. Внаслідок кризи обсяг кредитування у 2009 році порівняно з попереднім скоротився на 5.7%. Для стимулювання спрямування кредитного ресурсу в реальну економіку НБУ проводив політику зниження облікової ставки (перше зниження у червні 2009 р. до 11%). В умовах скорочення доходів держбюджету Мінфін протягом 2009 року збільшував дохідність ОВДП, яка сягнула більше 20% на кінець року, що призвело до перенаправлення надлишкової ліквідності банків на ринок державних цінних паперів [52, с. 18]. Тобто дії НБУ та уряду не були достатньо скоординованими, йшли у розріз один одному, що підривало намагання з макроекономічної стабілізації.

Втім відновлення економічної активності змінилося кризовою ситуацією у зв'язку з російським вторгненням у 2014 році. Для подолання зростаючої інфляції НБУ застосовував стримуючу політику, за якої облікова ставка сягнула 30% у березні 2015 року, що водночас поглиблювало спад виробництва. Фіксований обмінний курс грав роль «номінального якоря», як і протягом усієї історії з часів незалежності, забезпечуючи стабільність та передбачуваність в економіці, допомагаючи збалансувати економіку, граючи роль орієнтиру для бізнесу та приватних осіб. Однак саме за таких кризових умов було прийнято рішення про перехід до гнучкого курсу, за якого вартість валюти визначається ринковими силами, попитом і пропозицією.

З одного боку, фіксований валютний курс може бути нестійким у довгостроковій перспективі через низку факторів. У міру ринкової трансформації, зростання відкритості до глобальних фінансових потоків та інтеграції у міжнародну економіку переваги гнучкого обмінного курсу стають більш очевидними. Зовнішні шоки можуть істотно дестабілізувати національну валюту, й у такому сценарії

підтримка фіксованого обмінного курсу пов'язана з великими витратами і призводить до нарощення дисбалансів [53, с. 7]. Зокрема, під час кризи відбувалося активне проведення валютних інтервенцій для стабілізації валютного ринку шляхом забезпечення достатньої пропозиції для задоволення підвищеного попиту на іноземну валюту, що призводило до критичного вичерпання міжнародних резервів (рис. 3.1).

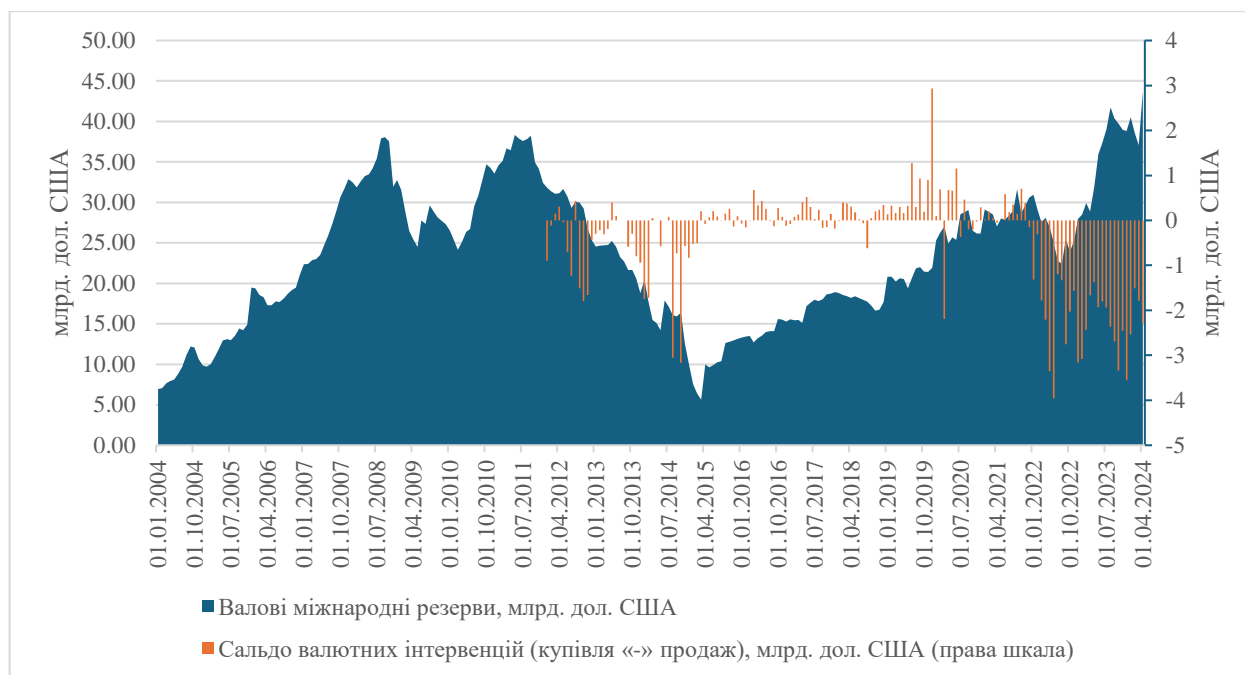


Рис. 3.1. – Динаміка міжнародних резервів та валютних інтервенцій НБУ
Джерело: складено на основі [54]

З іншого боку, перехід на режим гнучкого обмінного курсу відбувався в умовах економічного спаду, високих інфляційних очікувань і найбільших темпів інфляції з 1990-х (за результатами 2015 року темп інфляції склав 43,3%), посилюючи невизначеність. Існував ризик підвищення волатильності інфляції через вплив коливань валютного курсу на ціни, відомий як «ефект переносу» [55, с. 34].

Одним із найбільш вагомих кроків у сучасній історії монетарного регулювання в Україні був перехід до інфляційного таргетування (ІТ) у 2016 році, за якого центральною стала облікова ставка. ІТ передбачав поступовий вихід на таргетований рівень інфляції у 5% з можливим діапазоном відхилень у $\pm 1\%$.

Невід'ємною частиною впровадження ІТ було набуття незалежності НБУ у 2015 році, що відповідало стандартній світовій практиці. Широкий консенсус щодо

визнання важливості незалежності ЦБ свідчить про її ключову роль у проведенні ефективної монетарної політики. По-перше, незалежність забезпечує здатність ЦБ ефективно виконувати свій мандат, приймати рішення, ґрунтуючись на економічних даних, коригувати процентні ставки на основі своєї оцінки прогнозу інфляції. По-друге, вона надає свободу від політичного тиску, тим самим забезпечує можливість послідовної та прозорої діяльності центрального банку. По-третє, сприяє довірі до центрального банку в очах громадськості та фінансових ринків, що грає вирішальну роль у закріпленні інфляційних очікувань, підтримці загальної економічної стабільності та досягненні стійкого зростання в довгостроковій перспективі.

Водночас концепція незалежності не передбачає повної ізоляції чи відстороненості від уряду чи інших економічних суб'єктів, оскільки центральним банкам все ще потрібно координувати свої дії та співпрацювати з різними зацікавленими сторонами для ефективного досягнення своїх цілей.

Незважаючи на те що у 2019 році вдалося досягти таргету інфляції, адже її фактичний рівень становив 4.1% за підсумками року, ефективність ІТ була обмеженою. Це пов'язано з низкою чинників:

1) Несприятливі початкові умови, що характеризувалися економічним спадом та високою інфляцією у 2014-2015 роках у зв'язку з початком російської агресії.

2) Переважання у структурі інфляції її немонетарної складової, якій неможливо ефективно протидіяти виключно за допомогою зміни облікової ставки. Динаміка інфляції в Україні як малій відкритій економіці з сировинним спрямуванням експорту і суттєвою залежністю від імпорту (наприклад, енергоносіїв) значною мірою зумовлена змінами світових цін, коливаннями обмінного курсу, зовнішніми шоками.

3) Низькі темпи інфляції сприяють довгостроковому сталому зростанню, однак у короткостроковому періоді приведення інфляції до таргету пов'язане з обмежувальним впливом на ділову активність, і відповідно зі зниженими темпами розвитку. Зокрема, застосування жорсткого підходу до монетарної політики протягом періоду 2016-2019 років призводило до поглиблення дисбалансів у реальному секторі економіки. Темпи зростання реального ВВП складали в середньому усього 2.9%.

Виникнення й поширення пандемії коронавірусу призвело до спаду глобальної економіки, що характеризувався порушенням роботи бізнесу, зниженням загальної фінансової стабільності домогосподарств, втратою робочих місць. Ці наслідки були притаманні й українській економіці. З початком пандемії урядом були застосовані жорсткі заходи карантину. На цьому фоні НБУ проводив м'яку монетарну політику для підтримки економіки та банківської системи, поступово знижуючи облікову ставку аж до 6% у червні 2020 року, що також відображалось у тенденції до зниження ставок за кредитами й депозитами в комерційних банках і мало стимулюючий вплив на економіку [56, с. 33-34]. У 2020 році спад ВВП склав 4.4% у реальному вимірі, а середньорічна інфляція становила 2.74%, тобто перебувала на рівні значно нижчому від таргету. Зростання попиту на товари та послуги, цін на енергоносії, підвищення інфляційних очікувань, широка фіскальна підтримка сприяли економічному відновленню та прискоренню динаміки розвитку інфляції на початку 2021 року [56, с. 10].

Водночас уповільнення загальної інвестиційної активності бізнесу, проблеми управління ланцюгами поставок та адаптації до динаміки ринку, що швидко змінювався в умовах невизначеності під час пандемії, сигналізували про слабку ділову активність, песимізм та обережність бізнесу щодо перспектив розвитку економіки. Крім того, хоча на ринку праці спостерігався прогрес, рівень безробіття все ще залишався високим. При цьому у відповідь на посилення інфляційних ризиків НБУ запровадив достатньо жорсткі заходи у вигляді підвищення облікової процентної ставки починаючи з кінця першого кварталу 2021 року. Такий крок відповідав жорсткому слідуванню канонам ІТ щодо пріоритетності дотримання цінової стабільності, однак мав негативний вплив на реальну економіку, зменшивши доступність банківського кредиту, який в умовах нерозвиненого фондового ринку фактично є безальтернативним джерелом фінансування.

3.2. Економічне моделювання грошово-кредитної політики в контексті економічного зростання України

Для дослідження впливу грошово-кредитного регулювання та монетарних факторів на динаміку економічного зростання в Україні було проведено регресійний аналіз. Побудова багатофакторної лінійної регресійної моделі здійснювалась у програмному середовищі Eviews.

Специфікація регресійної моделі:

Було обрано низку показників для проведення регресійного аналізу.

Залежна змінна: R_GDP – реальний валовий внутрішній продукт у постійних цінах на базі 2015 року, дол. США. Реальний ВВП є центральним показником економічного зростання країни і рівня її розвитку.

Незалежні змінні:

1) M3 – темпи приросту грошового агрегату M3 (оціненого у млн. дол. США) для економіки України, %. Виступає у якості показника пропозиції грошей, широких грошей, грошової маси в економіці. Це основний показник, що стосується монетарної політики НБУ, адже його динаміка безпосередньо залежить від рішень, що приймаються НБУ, від типу здійснюваної монетарної політики (стимулююча чи рестрикційна).

2) INTEREST – відсоткова ставка за кредитами, %. Підвищення ставки відсотка може стримувати економічну активність та економічне зростання, зменшуючи позики та інвестиції.

3) LENDING – обсяг кредитів, наданих монетарним сектором резидентам, до ВВП, %. Виступає як основний показник обсягів кредитування в економіці. Водночас оцінюючи частку кредитів до ВВП можна зрозуміти можливість банків задовольняти попит на гроші. У теорії збільшення кредитів стимулює економіку, сприяє активізації ділової активності. Саме тому розвинений кредитний процес є важливим для післявоєнного відновлення.

У моделі $\alpha = 5\%$ – прийнятий рівень значимості.

Для побудови моделі було використано дані Світового банку та статистики Національного банку України, а також проведено власні розрахунки (Додаток А). Було взято ряди даних з 1997 по 2023 рік, і отримано специфіковану модель (рис.3.2).

Dependent Variable: R_GDP				
Method: Least Squares				
Date: 06/07/24 Time: 09:35				
Sample: 1997 2023				
Included observations: 27				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
M3	152.6203	52.96902	2.881312	0.0084
INTEREST	-637.3012	159.5439	-3.994520	0.0006
LENDING	470.6339	74.23464	6.339815	0.0000
C	87766.66	5687.387	15.43181	0.0000
R-squared	0.856731	Mean dependent var	94136.83	
Adjusted R-squared	0.838043	S.D. dependent var	16301.85	
S.E. of regression	6560.495	Akaike info criterion	20.55147	
Sum squared resid	9.90E+08	Schwarz criterion	20.74345	
Log likelihood	-273.4449	Hannan-Quinn criter.	20.60856	
F-statistic	45.84554	Durbin-Watson stat	1.533584	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Рис. 3.2. – Оцінка моделі

Джерело: розраховано автором

Тобто рівняння моделі має такий вигляд:

$$\mathbf{R_GDP = 87766.66 + 152.62 * M3 - 637.30 * INTEREST + 470.63 * LENDING}$$

Аналіз моделі:

1. Економічна логіка:

Відповідно до теоретичної моделі IS-LM збільшення пропозиції грошей позитивно впливає на економіку, збільшуючи ВВП. Модель підтверджує цей зв'язок, адже змінна M3, яка є показником грошової маси в економіці, має додатний коефіцієнт. Так, наприклад, зростання темпів приросту грошового агрегату M3 на 1% призводить до збільшення реального ВВП на 152 млн. доларів США. Також модель підтверджує негативний зв'язок між ВВП і відсотковою ставкою, адже змінна INTEREST має від'ємний коефіцієнт. Водночас зростання обсягів кредитування позитивно впливає на реальний ВВП.

2. Коефіцієнт детермінації $R^2 = 0.857$, тобто модель має високу пояснювальну силу. Варіація незалежних змінних пояснює зміну R_GDP на 85.7%. При цьому

статистика незалежних змінних M3, INTEREST та LENDING за показником Probability є близькою до нуля, тобто перебуває у прийнятих межах – у 5% довірчому інтервалі. Отже, всі незалежні змінні є значимими факторами.

3. Розраховане критичне значення t-статистики становить: t-критичне = 2.069. Так як для всіх трьох змінних значення показника t-Statistic, узяті по модулю, є більшим за t-критичне, модель є адекватною.

4. Розраховане критичне значення статистики Фішера становить: F-критичне = 3.028. Водночас у моделі значення F-статистики є набагато більшим: F-statistic = 45.85. Отже, значення F-statistic > F-критичне, що свідчить про адекватність моделі. Крім того, Prob(F-statistic) < прийнятий рівень значимості $\alpha=0.05$, що також підтверджує адекватність моделі.

5. У регресійній моделі показник DW = 1.53. Водночас для прийнятого рівня значимості $\alpha = 0,05$, $n = 26$ спостережень і $k = 3$ незалежних змінних у регресійній моделі таблиця Дарбіна-Вотсона показує такі верхні та нижні критичні значення:

Нижнє критичне значення: $dL = 1.16$

Верхнє критичне значення: $dU = 1.65$

Зазвичай, якщо значення статистики Дарбіна-Вотсона дорівнює 2, або хоча б лежить в діапазоні від dU до $4-dU$, то автокореляція відсутня. Оскільки у розробленій моделі значення статистики DW перебуває у діапазоні від dL до dU , то це означає, що значення статистики Дарбіна-Вотсона перебуває у зоні невизначеності щодо наявності автокореляції, але є близьким до адекватного значення.

6. Про адекватність моделі свідчить й успішне тестування залишків на дотримання класичних припущень. Зокрема, тест Бреуша-Годфрі свідчить про виконання нульової гіпотези про відсутність серійної кореляції у залишках (Додаток Б). Тест Жаку-Бера показав, що залишки є нормально розподіленими (Додаток В).

Далі на графіку представлено порівняння вихідних значень реального ВВП, а також значень, розрахованих за регресійною моделлю. Модель досить чітко пояснює зміни реального ВВП (рис. 3.3).

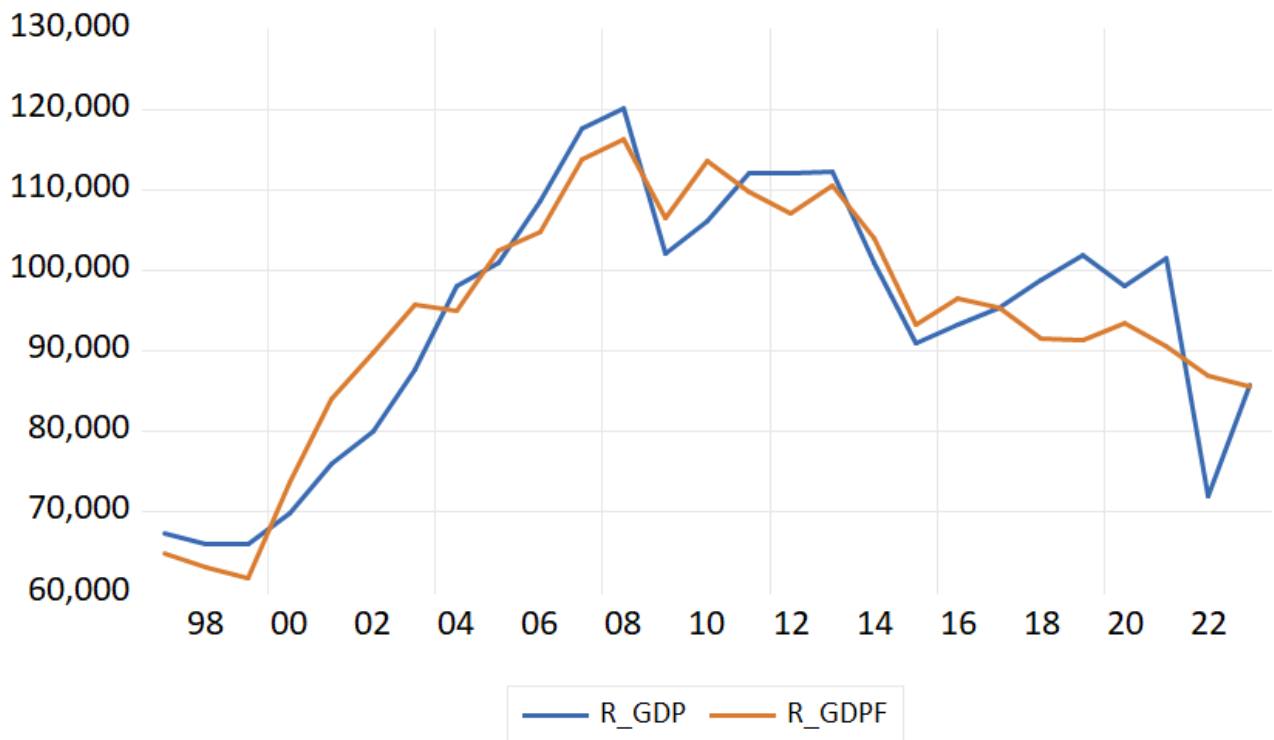


Рис. 3.3. – Динаміка фактичних (R_GDP) та розрахованих на основі регресійної моделі (R_GDPF) значень реального ВВП

Джерело: розраховано автором

Отже, побудована модель свідчить про те, що збільшення відсоткової ставки призводить до скорочення рівня ВВП. Водночас існує прямий зв'язок між ВВП та грошовою масою, а також між ВВП та обсягом кредитування. Тобто зростання пропозиції грошей та активізація кредитування в економіці призводять до збільшення реального ВВП.

3.3. Монетарна політика в умовах воєнного стану та в наступний період ефективного повоєнного відновлення

Вторгнення росії завдало значного удару як по соціальному, так і економічному життю нашої держави, негативно вплинувши на рівень національного добробуту та загальну стабільність. Незважаючи на складні обставини повномасштабної війни, ефективне грошове-кредитне регулювання дозволило витримати початковий шок війни й вдало протистояти викликам воєнного часу.

З початком війни було негайно прийнято низку оперативних заходів для збереження стійкості грошової системи в країні. Зокрема, зафіксовано обмінний курс, впроваджено ряд адміністративних обмежень, а згодом збільшено облікову ставку на 15 в.п. для вищої привабливості банківських депозитів у гривні. Ці заходи допомогли захистити купівельну спроможність доходів та заощаджень громадян, витримати інфляційний тиск.

2022 рік був критичним періодом, протягом якого вдалося стабілізувати фінансову систему країни та втримати стабільність національної грошової одиниці, зокрема завдяки проведенню жорсткої антиінфляційної політики. При цьому внаслідок різкого зростання інфляції у рамках світової економіки антиінфляційні заходи також проводились у більшості країн світу. Втім уже наявні деякі пом'якшення вжитих обмежень. Зокрема, у жовтні 2023 року НБУ здійснив важливий крок у напрямку лібералізації своєї політики щодо управління обмінним курсом, запровадивши режим його керованої гнучкості, що узгоджувалось з умовами поступової нормалізації національної економіки, зниженим інфляційним тиском та достатністю обсягів міжнародних резервів НБУ. Це насамперед допомогло усунути ризик розвитку валютних дисбалансів [57, с. 32].

НБУ прогнозує зростання ВВП за підсумками 2024 року на рівні 3,6%, а у 2025 – близько 6% [57, с. 5]. Водночас МВФ наводить схожі дані: за їх розрахунками економіка України зросте на 3,2% та 6,5% у 2024 та 2025 роках відповідно [58, с. 124]. Динаміка поствоєнного відновлення передусім буде зумовлена розвитком безпекових ризиків у країні, станом й процесом відбудови енергетичної інфраструктури, ситуацією з транспортними шляхами. Ефективна монетарна політика матиме визначальний вплив на розвиток економічного відновлення.

Проведений регресійний аналіз свідчить про значну роль розширення грошової маси у стимулюванні економічного зростання України. Тренд рівня монетизації в Україні протягом останнього десятиліття йшов на зниження. Водночас важливою є його стабілізація навколо значень, що вважаються нормальними для країн, що розвиваються (50-60%) (Додаток Г). Попри це пріоритетом залишається контроль інфляції та раціональна монетарна експансія. Середньорічна інфляція в цілому за

2023 рік в Україні знизилися до 12,9%. Відповідно до прогнозів НБУ за результатами 2024 року інфляція в Україні складе 8,6%, а у 2025 – до 5,8% [59, с. 8]. Незважаючи на таку позитивну динаміку, порівняно з 2022 роком, передчасне пом'якшення монетарної політики може нівелювати досягнутий прогрес.

Повернення до інфляційного таргетування має відбуватися з урахуванням наявності необхідних передумов, відновлення здатності передавального механізму та відповідних інституційних можливостей. Виключне зосередження уваги на досягненні інфляційних цілей без урахування більш широких економічних наслідків може призвести до негативних результатів. У поточних умовах альтернативні рамки монетарної політики є більш придатними для досягнення економічної стабільності.

Вирішальним у контексті зниження інфляції є ефективне управління інфляційними очікуваннями. Це пов'язано з тим, що зміни очікувань, викликані монетарною політикою, впливають на поведінку окремих осіб та фірм у реальній економіці. Наприклад, домогосподарства можуть змінювати свої моделі витрат та заощаджень, тоді як підприємства можуть коригувати свої інвестиційні рішення, а також рішення з найму або звільнення працівників. В Україні елементом і головною передумовою управління інфляційними очікуваннями є щоквартальна публікація Інфляційного звіту, в якому НБУ надає прогноз щодо майбутньої макроекономічної ситуації в країні, сценаріїв розвитку подій та напрямку власних дій, що дозволяє орієнтувати очікування економічних агентів, впливати на їх поведінку й на рівень фактичної інфляції навіть за умов відсутності миттєвих змін політики.

В поточних умовах профіциту ліквідності та обмеженої ефективності трансмісії облікової ставки важливо знайти важелі впливу на банківську систему для відновлення її кредитної активності. Хоча висока ліквідність є необхідною для забезпечення фінансової стабільності, відсутність кредитів, що надходить у виробничі сектори, може перешкоджати відновленню та зростанню економіки. Банки проявляють обережність у своїй практиці кредитування, дистанціюючись від ризику через економічну невизначеність. Навіть до війни кредитування перебувало у стагнації. Співвідношення обсягу наданих кредитів до ВВП знизилось до рекордно

малих значень. Станом на 2021 рік воно становило менш, ніж 20%. При цьому ще декаду тому воно коливалось у межах 60-70%.

Зниження кредитної доступності обмежує інвестиції та споживання, які є життєво важливими для економічної експансії. Забезпечення адекватного доступу до кредитів має важливе значення для сприяння підприємству, інноваціям та економічному динамізму, особливо в країнах, що розвиваються. Тому звуження кредитування, зокрема в секторі малого бізнесу, який є основою економіки, може мати значний негативний вплив на добробут суспільства і вести до економічної стагнації.

Світовий досвід поствоєнного відновлення розглянутих країн підтверджує важливість посилення кредитної спроможності банків для прискорення економічного зростання. Наприклад, у Хорватії приріст обсягів кредитування до ВВП за 10 років відновлення становив 23,7% [60].

Не менш важливою є і фактична процентна політика. У березні 2024 року облікову ставку було знижено до рівня 14,5 %, що стало шостим зниженням з початку війни. З огляду на сучасну ситуацію в країні потенціал подальшого шляху майбутніх короткострокових процентних ставок на зниження є обмеженим. Крім того, для ефективного вирішення економічних викликів, спричинених війною, існує потреба в повній синхронізації дій уряду та НБУ. Ефективна координація гарантуватиме, що як монетарна, так і фіскальна політика працюють в тандемі для досягнення макроекономічної стабільності.

Війна вимагає значних видатків на оборону, що за ситуації відсутності співмірних податкових надходжень означатиме збереження значного дефіциту бюджету. Тому центральну роль продовжуватиме відігравати й міжнародна фінансова підтримка. Протягом 2023 року партнери надали Україні понад 42,9 млрд. дол. США (у грантах та кредитах). Збереження подальшої фінансової допомоги, зокрема її достатніх обсягів та необхідної ритмічності, сприятиме уникненню необхідності емісійного фінансування потреб уряду, буде запорукою для сталого відновлення національної економіки.

Висновки до розділу 3

Історія та проблеми монетарного регулювання в Україні відображають мінливий економічний ландшафт нашої держави. Трансформація від командо-адміністративної до ринкової економіки супроводжувалася високою інфляцією, подоланням практики емісійного фінансування дефіциту бюджету й розвитком ринку ОВДП, збільшенням ролі непрямих інструментів монетарної політики.

Впровадження інфляційного таргетування було важливим, однак мало частковий успіх, зокрема через немонетарний характер інфляції та обмежувачий вплив на економіку, яка не пройшла повний процес відновлення після шоку в 2014 році. Цей досвід підкреслює важливість збалансування заходів монетарної політики для підтримки економічного зростання, а також управління інфляцією.

Проведений регресійний аналіз узгоджується з теоретичними положеннями й свідчить про значущу роль монетарної політики в економічному зростанні України. Зокрема, зростання пропозиції грошей позитивно впливає на економічне зростання, так само як і підвищення обсягів кредитування, тоді як підвищення відсоткової ставки має негативний вплив на динаміку реального ВВП. Війна поставила країну перед викликами збереження макроекономічної стабільності. Раціональна політика НБУ, що у більшості аспектів відповідала світовому досвіду проведення монетарної політики під час військової агресії, допомогла стабілізувати економіку шляхом низки заходів, серед яких фіксація обмінного курсу, підвищення облікової ставки, запровадження адміністративних обмежень.

Ключовими детермінантами поствоєнного відновлення є активізація кредитних операцій банків, досягнення послідовного зниження темпів зростання загального рівня цін на товари та послуги, зокрема за рахунок ефективного управління інфляційними очікуваннями, синхронізація дій НБУ та уряду й забезпечення достатніх обсягів та ритмічності надходжень міжнародної допомоги. При цьому усе залежатиме від розвитку воєнної ситуації в країні. Більш високі безпекові ризики можуть призвести до посилення невизначеності в бізнес-середовищі, потенційно стримуючи інвестиції та перешкоджаючи економічному розвитку.

ВИСНОВКИ

Грошово-кредитна політика є важливим компонентом системи економічного регулювання країни, що спрямована на регулювання та контроль грошової маси, процентних ставок та інших економічних змінних і відповідальність за здійснення якої несе центральний банк. Основні стратегічні цілі монетарної політики прийнято поділяти на забезпечення цінової стабільності, підтримку повної зайнятості, а також сприяння економічному зростанню. Під час економічних спадів може бути використана стимулююча політика для підтримки зростання шляхом зниження процентних ставок та збільшення грошової маси. Водночас рестрикційна політика впроваджується в періоди високої інфляції для охолодження економіки.

Монетарній політиці притаманний довгий зовнішній лаг у зв'язку з доволі складним трансмісійним механізмом, що має непрямі канали впливу на економіку. Трансмісія реалізується шляхом використання відповідного інструментарію як традиційного (облікова ставка, операції на відкритому ринку, резервні вимоги), так і нетрадиційного (кількісне пом'якшення, форвардне керівництво, негативні ставки).

Теоретичні підходи до проведення грошово-кредитної політики охоплюють різні напрями економічної думки, кожен з яких заклав основу для розуміння того, як монетарні фактори впливають на економічні показники та створив підґрунтя для подальшого розвитку монетарної політики. Кожна з розглянутих теорій фактично була відповіддю на виклики тогочасної реальності. Якщо кейнсіанський підхід сконцентрований на подоланні проблем безробіття шляхом стимулювання сукупного попиту, то монетаризм змістив фокус монетарної політики на вирішення проблеми інфляції. Модель IS-LM як приклад кейнсіансько-неокласичного напрямку може бути використана для опису рівноваги в економіці у короткостроковому та довгостроковому періодах та аналізу впливу змінних центрального банку, наприклад, грошової пропозиції, на цю рівновагу. Кожна з теорій пропонує власне бачення зменшення економічної мінливості, забезпечення економічного зростання.

Світовий досвід проведення грошово-кредитної політики у воєнний час та у період післявоєнного відновлення свідчить про відсутність універсального набору дій

і необхідність адаптувати свої монетарні заходи, зважаючи на унікальні обставини, що склалися в країні. Основною особливістю є переорієнтація мети монетарної політики на сприяння потребам державного фінансування у воєнний період. Зокрема, дії ФРС під час Другої світової війни щодо фіксації дохідності за казначейськими цінними паперами у США допомогли полегшити борговий тягар уряду й забезпечити можливість фінансування зростаючих військових потреб. Водночас аналіз досвіду Ізраїлю та Хорватії показує, що успішне застосування стабілізаційної монетарної політики стало основою відновлення довіри, полегшення негативних наслідків кризи та сприяння відновленню економіки. При цьому ключовими компонентами також були координація дій уряду та центрального банку й міжнародна фінансова допомога.

Ефективна монетарна політика має вирішальне значення для підтримки стабільності у фінансовій системі, сприяння інвестиціям та сприяння сталому економічному розвитку. Виважена монетарна політика США була запорукою стабільних темпів зростання й зниженої макроекономічної волатильності у часи Великої поміркованості. Водночас підхід Китаю в умовах неефективного міжбанківського ринку показує можливість успіху за ситуації використання як непрямих, так і непрямих інструментів монетарного регулювання. Поступова лібералізація економіки, стабільна курсова політика, а також оперування усім арсеналом інструментів забезпечили умови для стабільного зростання економіки.

Досвід застосування монетарних заходів подолання криз передусім у контексті подолання негативних наслідків глобальної фінансової кризи та коронакризи свідчить про зростаючу роль нетрадиційного інструментарію. В умовах наближеності короткострокових процентних ставок до нуля центральні банки вдавалися до застосування програм кількісного пом'якшення, а також політики негативних процентних ставок для запобігання розвитку дефляції, стимулювання економіки, покращення доступності кредитів. Активізація використання заяв про наміри була насамперед зумовлена необхідністю чіткої орієнтації очікувань економічних суб'єктів. Нетрадиційні інструменти зарекомендували себе як форма відповіді на фінансові потрясіння для пом'якшення їх наслідків, відновлення порушених каналів трансмісії монетарної політики, забезпечення ліквідності фінансової системи.

Основні сучасні тенденції у проведенні монетарної політики полягають у поширеному використанні режиму інфляційного таргетування, а також істотному збільшенні розміру балансу центральних банків. Водночас різкий перехід від надзвичайно м'якої монетарної політики для подолання наслідків коронакризи до жорстких монетарних заходів у зв'язку з розкручуванням інфляційної спіралі чинить дестабілізуючий вплив на світову економіку, призводить до сповільнення зростання.

Історія та проблеми монетарного регулювання в Україні відображають мінливий економічний ландшафт нашої держави. Перехід до ринкової економіки супроводжувався високою інфляцією, подоланням практики емісійного фінансування дефіциту бюджету й розвитком ринку ОВДП, збільшенням ролі непрямих інструментів. Впровадження інфляційного таргетування було важливим, однак мало частковий успіх, зокрема через немонетарний характер інфляції та обмежуючий вплив на економіку, яка не пройшла повне відновлення після шоку в 2014 році.

Проведений регресійний аналіз узгоджується з теоретичними положеннями й свідчить про значущу роль монетарної політики в економічному зростанні України. Зокрема, зростання пропозиції грошей, обсягу кредитування позитивно впливають на економічне зростання, тоді як підвищення відсоткової ставки має негативний вплив на динаміку реального ВВП. Війна поставила країну перед викликами збереження макроекономічної стабільності. Раціональна політика НБУ, що у більшості аспектів відповідала світовому досвіду проведення монетарної політики під час військової агресії, допомогла стабілізувати економіку шляхом низки заходів, серед яких фіксація обмінного курсу, підвищення облікової ставки, адміністративні обмеження.

Ключовими детермінантами повоєнного відновлення є активізація кредитних операцій банків, досягнення послідовного зниження темпів зростання загального рівня цін на товари та послуги, зокрема за рахунок ефективного управління інфляційними очікуваннями, синхронізація дій НБУ та уряду й забезпечення достатніх обсягів та ритмічності надходжень міжнародної допомоги. При цьому усе залежатиме від розвитку воєнної ситуації в країні. Більш високі безпекові ризики можуть призвести до посилення невизначеності в бізнес-середовищі, потенційно стримуючи інвестиції та перешкоджаючи економічному розвитку.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Глущенко С. В. Гроші. Кредит. Кредитний ринок : навчальний посібник для студентів вищих навчальних закладів / Глущенко С. В. - Київ : НаУКМА, 2015. - 203 с.
2. Petursson T. The transmission mechanism of monetary policy. *Monetary Bulletin*. 2001. Vol. 3, no. 4. P. 62–77.
URL: <https://www.cb.is/publications/publications/publication/2001/11/05/November-2001/>.
3. Expansionary and Contractionary Monetary Policy. *Federal Reserve Bank of St. Louis*. URL: <https://www.stlouisfed.org/in-plain-english/expansionary-and-contractionary-policy>.
4. Havranek T., Rusnak M. Transmission Lags of Monetary Policy: A Meta-Analysis. *SSRN Electronic Journal*. 2012. P. 32.
URL: <https://doi.org/10.2139/ssrn.2188438>.
5. Крупка М. І., Мрочко М. С., Вишивана Б. М. Гроші та Кредит : підручник. Львів : ЛНУ ім. Ів. Франка., 2011. 420 с.
6. Глущенко С. В. Монетарна політика: теоретико-методологічні аспекти: підруч. для студ. вищ. навч. закл. / С. В. Глущенко. - К. : НаУКМА, 2017.-64 с.
7. Valle G. D., King D., Veyrune R. Monetary operations and domestic market development: reserve requirements. IMF. 31 p.
8. Taylor M. W., Schooner H. M. Global Bank Regulation: Principles and Policies. Elsevier Science & Technology Books, 2009. 400 p.
9. Unconventional monetary policy tools: a cross-country analysis. *Committee on the Global Financial System*. 2019. No. 63. P. 85. URL: <https://www.bis.org/publ/cgfs63.htm>.
10. Cukierman A. COVID-19, Seignorage, Quantitative Easing and the Fiscal-Monetary Nexus. *Comparative Economic Studies*. 2021. Vol. 63, no. 2. P. 181–199.
URL: <https://doi.org/10.1057/s41294-021-00150-7>.
11. FEDS Notes: The Effects of FOMC Communications before Policy Tightening in 1994 and 2004. *Federal Reserve Board*.

URL: <https://www.federalreserve.gov/econresdata/notes/feds-notes/2015/effects-of-fomc-communications-before-policy-tightening-in-1994-and-2004-20150924.html>.

12. Манків Н. Г. Макроекономіка / Пер. з англ. 4-го видання (2000 р.). - К.: Основи, 2000.

13. Пилипенко Г. М. Макроекономіка : Навч. посіб. 3-тє вид. 2009. 193 с.

14. Mandelman F. S. Money Aggregates, Debt, Pent-Up Demand, and Inflation: Evidence from WWII. *Federal Reserve Bank of Atlanta*. 2021. P. 19. URL: <https://doi.org/10.29338/ph2021-04>.

15. Halla G. J., Sargent T. J. Three world wars: Fiscal–monetary consequences. *PNAS*. 2022. Vol. 119, no. 18. P. 12. URL: <https://doi.org/10.1073/pnas.2200349119>.

16. Про досвід Ізраїлю під час Війни на виснаження (1967-1970). *LB.ua*. URL: https://lb.ua/blog/bogdan_danylysyn/547260_pro_dosvid_izrailyu_pid_chas_vijni.html.

17. Sargent T. J., Zeira J. Israel 1983: A Bout of Unpleasant Monetarist Arithmetic. *SSRN Electronic Journal*. 2008. URL: <https://doi.org/10.2139/ssrn.1106843>.

18. Patinkin D. Israel's Stabilization Program of 1985, Or Some Simple Truths of Monetary Theory. *Journal of Economic Perspectives*. 1993. Vol. 7, no. 2. P. 103–128. URL: <https://doi.org/10.1257/jep.7.2.103>.

19. Закутня А., Плачинда В. Чи існує ідеальний рецепт антикризової політики в умовах війни?. *Зеркало недели | Дзеркало тижня | Mirror Weekly*. URL: <https://zn.ua/ukr/macrolevel/chi-isnuje-idealnij-retsept-antikrizovoji-politiki-v-umovakh-vijni.html>.

20. Skreb M. Economic Transition in Croatia: An Insider's View. *SAIS Review*. 1998. Vol. 18, no. 2. P. 71–88. URL: <https://doi.org/10.1353/sais.1998.0045>.

21. Gavin W. Monetary Policy Regimes and the Real Interest Rate. *Review*. 2018. Vol. 100, no. 2. P. 151–169. URL: <https://doi.org/10.20955/r.2018.151-69>.

22. FRED. *Federal Reserve Economic Data*. URL: <https://fred.stlouisfed.org/>.

23. World Development Indicators | DataBank. *The World Bank*. URL: <https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators>.

24. Bernanke B. S. The benefits of price stability. *BIS Review*. 2006. URL: <https://www.bis.org/review/r060301b.pdf>.
25. Poole W. The Fed's Monetary Policy Rule. *Review*. 2006. Vol. 88, no. 1. URL: <https://doi.org/10.20955/r.88.1-12>.
26. The Taylor Rule: A benchmark for monetary policy? | Brookings. *Brookings*. URL: <https://www.brookings.edu/articles/the-taylor-rule-a-benchmark-for-monetary-policy/>.
27. Jin W. Research on the Legal Status of the People's Bank of China From the Perspective of Independence. *Advances in Economics and Management Research*. 2022. Vol. 2, no. 1. P. 227. URL: <https://doi.org/10.56028/aemr.2.1.227>.
28. Why so idle? wages and employment in a crowded labor market. *World Bank Group*. 2016. P. 77.
29. World Investment Report 2004: The Shift Towards Services. United Nations Conference on Trade and Development, 2004. 468 p. URL: https://unctad.org/system/files/official-document/wir2004_en.pdf.
30. Das S. China's Evolving Exchange Rate Regime. *IMF Working Papers*. 2019. Vol. 19, no. 50. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2019/03/07/Chinas-Evolving-Exchange-Rate-Regime-46649>.
31. Kutu A. A., Nzimande N. P., Msomi S. Effectiveness of Monetary Policy and the Growth of Industrial Sector in China. *Journal of Economics and Behavioral Studies*. 2017. Vol. 9, no. 3(J). P. 46–59. URL: [https://doi.org/10.22610/jebbs.v9i3\(j\).1745](https://doi.org/10.22610/jebbs.v9i3(j).1745).
32. Geiger M. Instruments of Monetary Policy in China and Their Effectiveness: 1994-2006. *SSRN Electronic Journal*. 2008. P. 52. URL: <https://doi.org/10.2139/ssrn.1148292>.
33. Taylor J. A review of recent monetary policy. *Hoover Institution Economics Working Paper 13103*. 2013. URL: https://www.hoover.org/sites/default/files/13103_-_taylor_a_review_of_recent_monetary_policy.pdf.
34. Fawley B. W., Neely C. J. Four Stories of Quantitative Easing. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*. 2013. Vol. 95, no. 1. P. 51–88. URL: <https://files.stlouisfed.org/files/htdocs/publications/review/13/01/Fawley.pdf>.

35. Karson E., Neely C. J. More Stories of Unconventional Monetary Policy. *Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper*. 2020. P. 94. URL: <https://ssrn.com/abstract=3722261>.

36. Williams J. The role of monetary policy in bolstering economic growth. *Federal Reserve Bank of San Francisco*. 2012. URL: <https://www.frbsf.org/news-and-media/speeches/williams-speeches/williams-monetary-policy-economic-growth-san-francisco/>.

37. Bernanke B. S. The New Tools of Monetary Policy. *American Economic Review*. 2020. Vol. 110, no. 4. P. 943–983. URL: <https://doi.org/10.1257/aer.110.4.943>.

38. 11. Mazumder S. Inflation in Europe after the Great Recession. *Economic Modelling*. 2018. Vol. 71. P. 202–213. URL: <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2017.12.014>.

39. Eisenschmidt J., Smets F. Negative interest rates: lessons from the Euro Area. *Central banking, analysis, and economic policies book series*. 2019. No. 26. P. 13–42. URL: <https://hdl.handle.net/20.500.12580/3865>.

40. Central bank asset purchases in response to the Covid-19 crisis. *Committee on the Global Financial System*. 2023. No. 68. P. 68. URL: <https://www.bis.org/publ/cgfs68.htm>.

41. A global database on central banks' monetary responses to Covid-19 / C. Cantú et al. *BIS Working Papers*. 2021. No. 934. P. 26. URL: <https://www.bis.org/publ/work934.htm>.

42. What did the Fed do in response to the COVID-19 crisis? | Brookings. *Brookings*. URL: <https://www.brookings.edu/articles/fed-response-to-covid19/>.

43. Trading economics. URL: <https://tradingeconomics.com/>.

44. Zhang Z., Wang S. Do Actions Speak Louder Than Words? Assessing the Effects of Inflation Targeting Track Records on Macroeconomic Performance. *International Monetary Fund*, 2022. 47 p. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2022/11/11/Do-Actions-Speak-Louder-Than-Words-Assessing-the-Effects-of-Inflation-Targeting-Track-525070>.

45. Qanas J., Sawyer M. 'Independence' of Central Banks and the Political Economy of Monetary Policy. *Review of Political Economy*. 2023. P. 565–580. URL: <https://doi.org/10.1080/09538259.2023.2189006>.

46. Qanas J., Sawyer M. Remarks on monetary policy and fiscal policy in an era of financialisation. *BULLETIN OF POLITICAL ECONOMY*. 2019. Vol. 13, no. 2. P. 189–208. URL: <https://www.bulletinofpe.com/jalal-qanas-malcolm-sawyer-20192>.

47. Homepage | ECB Data Portal. URL: <https://data.ecb.europa.eu/>.

48. The Central Bank of the People's Republic of China. URL: <http://www.pbc.gov.cn/en/3688006/index.html>.

49. The Big Picture: Global asset allocation 2024 outlook. *Invesco*. 2023. P. 43. URL: <https://www.invesco.com/content/dam/invesco/apac/en/pdf/insights/2023/november/invesco-the-big-picture-global-asset-allocation-2024-outlook-nov-2023.pdf>.

50. Chien Y., Stewart A. H. Central Bank Balance Sheets and Policy Rate Decisions. *Federal Reserve Bank of St. Louis*. URL: <https://www.stlouisfed.org/publications/regional-economist/2023/may/central-bank-balance-sheets-policy-rates>.

51. Dunn J., Lenain P. The role of monetary policy in Ukraine's medium-term adjustment strategy. *International Monetary Fund*. 1997. P. 40–58. URL: <https://www.elibrary.imf.org/display/book/9781557756190/ch003.xml?tabs=fulltext>

52. Економіка України на шляху від депресії до зростання: джерела, важелі, інструменти / Я. А. Жаліло та ін. НІСД, 2010. 96 с. URL: https://niss.gov.ua/sites/default/files/2010-10/zalilo_depresia-1a0a8.pdf.

53. Inflation Targeting and the IMF. *International Monetary Fund*. 2006. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2016/12/31/Inflation-Targeting-and-the-IMF-PP541>.

54. Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/>.

55. Shumska S. Monetary policy and recovery of economic growth in Ukraine. *Ekonomika i prognozuvannâ*. 2015. Vol. 2015, no. 3. P. 21–41. URL: <https://doi.org/10.15407/eip2015.03.021>.

56. Національний банк України. Інфляційний звіт, січень 2021 року. *Національний банк України*. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/inflyatsiyniy-zvit-sichen-2021-roku>.

57. Національний банк України. Інфляційний звіт, жовтень 2023 року. *Національний банк України*. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/inflyatsiyniy-zvit-jovten-2023-roku>.

58. World Economic Outlook: Navigating Global Divergences. International Monetary Fund, 2023. 182 p. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2023/10/10/world-economic-outlook-october-2023>.

59. Національний банк України. Інфляційний звіт, січень 2024 року. *Національний банк України*. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/inflyatsiyniy-zvit-sichen-2024-roku>.

60. Як доступ до кредитів визначає рівень економічного зростання. *Економічна правда*. URL: <https://www.epravda.com.ua/columns/2023/04/27/699542/>.

ДОДАТКИ

Додаток А

Таблиця А.1

Дані для побудови регресійної моделі

Рік	R_GDP	M3	INTEREST	LENDING
1997	67357.53	31.61	49.10	7.81
1998	66077.74	-4.82	43.80	8.65
1999	65945.58	-16.66	43.30	9.04
2000	69836.37	10.94	33.00	11.11
2001	75981.97	43.67	26.10	13.44
2002	80039.14	42.99	20.80	18.70
2003	87656.15	46.79	17.50	25.40
2004	97995.50	32.19	15.20	25.70
2005	101005.17	60.25	14.61	31.36
2006	108652.70	36.51	14.12	43.40
2007	117579.43	51.75	13.53	56.83
2008	120217.32	24.81	16.00	74.08
2009	102020.66	-36.12	18.26	76.37
2010	106195.35	20.46	14.61	67.90
2011	111977.99	14.20	14.29	61.68
2012	112148.55	12.46	15.50	58.03
2013	112199.51	17.53	14.41	62.16
2014	100891.04	-29.23	15.03	64.32
2015	91030.97	-43.46	17.54	49.36
2016	93253.02	-5.16	15.90	41.87
2017	95453.76	5.32	14.58	34.10
2018	98783.54	3.34	17.18	30.14
2019	101944.12	18.48	16.98	24.44
2020	98118.36	23.32	13.12	22.46
2021	101499.15	10.62	12.24	19.15
2022	71962.90	1.89	16.20	19.41
2023	85870.98	8.79	16.79	15.26

Джерело: складено на основі [23], [54]

Додаток Б

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

Null hypothesis: No serial correlation at up to 2 lags

F-statistic	0.608735	Prob. F(2,21)	0.5534
Obs*R-squared	1.479542	Prob. Chi-Square(2)	0.4772

Test Equation:

Dependent Variable: RESID

Method: Least Squares

Date: 06/07/24 Time: 09:38

Sample: 1997 2023

Included observations: 27

Presample missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
M3	6.171645	58.32937	0.105807	0.9167
INTEREST	-12.46115	164.1147	-0.075930	0.9402
LENDING	-5.562130	77.12188	-0.072121	0.9432
C	373.6035	5965.659	0.062626	0.9507
RESID(-1)	0.240581	0.222056	1.083426	0.2909
RESID(-2)	-0.017005	0.270580	-0.062846	0.9505
R-squared	0.054798	Mean dependent var		6.09E-12
Adjusted R-squared	-0.170250	S.D. dependent var		6170.407
S.E. of regression	6675.030	Akaike info criterion		20.64326
Sum squared resid	9.36E+08	Schwarz criterion		20.93123
Log likelihood	-272.6841	Hannan-Quinn criter.		20.72889
F-statistic	0.243494	Durbin-Watson stat		1.998058
Prob(F-statistic)	0.938448			

Рис. Б.1. – Перевірка залишків на наявність серійної кореляції

Джерело: розраховано автором

Додаток В

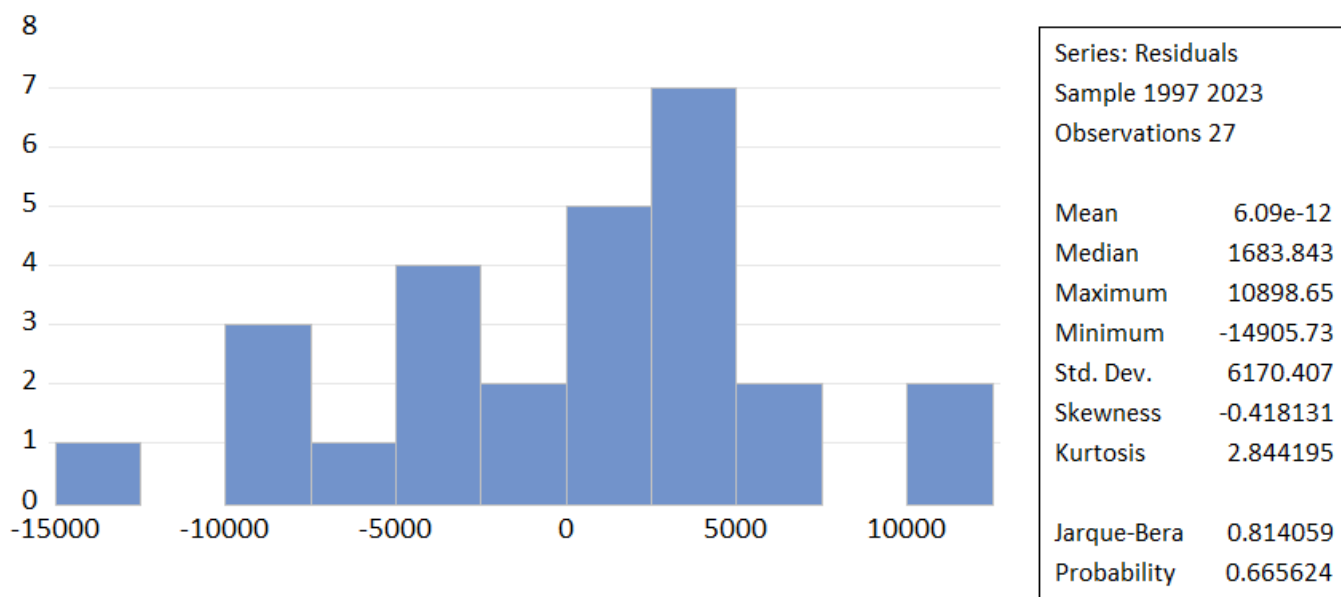


Рис. В.1. – Перевірка залишків на нормальність розподілу

Джерело: розраховано автором

Додаток Г

Таблиця Г.1

Динаміка рівня монетизації економіки України, %

Рік	Рівень монетизації
2000	18.31
2001	21.67
2002	27.71
2003	34.37
2004	35.16
2005	42.44
2006	46.20
2007	52.74
2008	52.05
2009	51.45
2010	55.39
2011	52.73
2012	55.04
2013	62.04
2014	60.29
2015	49.99
2016	46.23
2017	40.55
2018	35.89
2019	36.16
2020	43.82
2021	38.00
2022	50.18

Джерело: розраховано на основі [54]