

**МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ КОРАБЛЕБУДУВАННЯ
ім. адмірала Макарова
ФАКУЛЬТЕТ ЕКОНОМІКИ МОРЯ**

КАФЕДРА ФІНАНСІВ



«ДОПУЩЕНИЙ ДО ЗАХИСТУ»

завідувач кафедрою

професор НУК, д.е.н. Рогов Г.К.
(науковий ступінь, вчене звання, П.І.Б. завкафедрою)

_____ «___» грудня 2023 р.

КВАЛІФІКАЦІЙНА РОБОТА
на здобуття ступеня вищої освіти «магістр»

на тему: **Особливості грошово-кредитної політики Національного банку України в умовах воєнного стану**

Виконав: студент групи 6441м
_____ **Рибалко В.С.**
(підпис)

Керівник роботи:
_____ **Доцент кафедри фінансів, к.е.н.**
(посада, науковий ступінь, вчене звання)
_____ **Зінченко А. І.**
(підпис)

Миколаїв – 2023 р.

**МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ КОРАБЛЕБУДУВАННЯ ІМЕНІ
АДМІРАЛА МАКАРОВА**

Факультет економіки моря

Кафедра _____ фінансів _____
 Спеціальність 072 «Фінанси, банківська справа та страхування»
 Освітня програма «Фінанси, банківська справа та страхування»

«ЗАТВЕРДЖУЮ»
Гарант освітньої програми
проф., д.е.н. Рогов Г.К.
« 5 » травня 2023 року

**З А В Д А Н Н Я
НА КВАЛІФІКАЦІЙНУ РОБОТУ
на здобуття ступеня вищої освіти «магістр»**

Студенту _____ Рибалко Владислав Сергійович
 (прізвище, ім'я по батькові)

1. Тема роботи: Особливості грошово-кредитної політики Національного банку України в умовах воєнного стану

Керівник роботи к.е.н., доцент Зінченко А.І.
 (науковий ступень, вчене звання, прізвище, ім'я по батькові)

Затверджені наказом ректора № 1206уч від « 09 » жовтня 2023 року

2. Термін подачі роботи 12.12.2023р.

3. Вихідні дані по роботі: статистичні та аналітичні матеріали Національного банку України, Державної служби статистики України та Світового банку, наукові доробки, монографії та статті іноземних та вітчизняних вчених-економістів та дослідників

4. Перелік питань, що належать до розробки:
Теоретичні основи використання інструментів грошово-кредитної політики
Оцінка підходів у застосуванні грошово-кредитної політики Національного банку України
Підвищення ефективності грошово-кредитної політики України в умовах воєнного стану

5. Перелік графічного матеріалу (з точним зазначенням обов'язкових креслень)
Характеристика кваліфікаційної роботи; Цілі грошово-кредитної політики; Порівняння різних типів грошово-кредитної політики; Порівняння основних засад грошової політики до та на період воєнного стану; Споживча інфляція та оцінки основного інфляційного тренду; Фактори, що посилювали та сповільнювали інфляцію; Напрями удосконалення грошово-кредитної політики України

6. Дата видачі завдання 5.05.2022

КАЛЕНДАРНИЙ ПЛАН

№	Назви етапів роботи	Терміни виконання етапів роботи	Примітка
1	Систематизація інформації та складання розгорнутого змісту роботи, затвердження його науковим керівником	19.05.2023	
2	Розробка теоретичного розділу	20.06.2023	
3	Розробка аналітичного розділу	10.10.2023	
4	Розробка проектного розділу	10.11.2023	
5	Розробка вступу, висновків, списку використаної літератури та додатків	17.11.2023	
6	Розробка автореферату, презентації кваліфікаційної роботи та доповіді	30.11.2023	
7	Подання кваліфікаційної роботи на попередній захист	08.12.2023	
8	Подання на кафедру фінансів тексту остаточного варіанту роботи, підписаного її керівником, разом з заявою щодо самостійності виконання роботи та ідентичності друкованої та електронної версії роботи	12.12.2023	
9	Подання кваліфікаційної роботи рецензенту	18.12.2023	
10	Подання на кафедру фінансів електронних версії наступних документів у форматі pdf: кваліфікаційної роботи; файлу-опису кваліфікаційної роботи (згідно Додатку до наказу ректора НУК від 19.05.2020 р. за №287-уч); презентації доповіді	21.12.2023	
11	Подання на кафедру фінансів письмового відгуку та рецензії на кваліфікаційну роботу	21.12.2023	

Студент

Владислав РИБАЛКО

ім'я та прізвище

підпис

Науковий керівник

Андрій ЗІНЧЕНКО

ім'я та прізвище

підпис

ЗМІСТ

ВСТУП.....	5
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ВИКОРИСТАННЯ ІНСТРУМЕНТІВ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ	9
1.1. Економічна сутність та цілі грошово-кредитної політики	9
1.2. Типологія режимів монетарної політики	17
1.3. Інструменти грошово-кредитної політики.....	21
Висновки до розділу 1.	29
РОЗДІЛ 2. ОЦІНКА ПІДХОДІВ У ЗАСТОСУВАННІ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ.....	31
2.1. Особливості проведення грошово-кредитної політики України в умовах воєнного стану	31
2.2. Огляд макроекономічної ситуації в Україні у 2022-2023рр.....	40
2.3. Оцінка ефективності інструментів монетарної політики НБУ в умовах воєнного стану	50
Висновки до розділу 2.	54
РОЗДІЛ 3. ПІДВИЩЕННЯ ЕФЕКТИВНОСТІ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ УКРАЇНИ В УМОВАХ ВОЄННОГО СТАНУ	56
3.1. Військові ризики та питання внутрішньої монетарної політики в Україні.....	56
3.2. Досвід Ізраїлю щодо застосування інструментів грошово-кредитної політики в умовах військових дій.....	62
3.3. Напрями удосконалення грошово-кредитної політики України	66
Висновки до розділу 3.	71
ВИСНОВКИ.....	73
СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ	77

ВСТУП

Актуальність теми. Актуальність теми дослідження зумовлена нагальною необхідністю для держави стабілізувати макроекономічну та фінансову ситуацію, зумовлену негативним впливом кризових явищ, спричинених війною. Воєнний стан – це надзвичайна ситуація, яка зачіпає всі сфери суспільного життя, зокрема економіку та фінансову систему. За таких умов Національний банк відіграє активну роль на економічному фронті та несе значну відповідальність за забезпечення фінансової стабільності, економічного зростання та платоспроможності громадян і бізнесу. Найважливішим інструментом НБУ є монетарна політика.

Грошово-кредитна політика безпосередньо є суттєвим елементом національної безпеки – і не лише економічної, а безпеки в цілому, оскільки її результати також впливають на соціальні, екологічні та інші аспекти життя суспільства. Дедалі більше наголошується на необхідності більше зосереджуватися на забезпеченні не лише суто монетарних цілей, а й на зайнятості населення та економічного зростання як важливих елементах економічної безпеки.

Надзвичайно важливо провести всебічний аналіз наявного досвіду у сфері грошово-кредитної політики під час воєнних конфліктів, а також вивчити теоретичні розробки, пов'язані з цією темою, оскільки необхідно уникнути серйозних помилок при реалізації інструментів монетарної політики в екстремальних умовах. Тому дослідження грошово-кредитної політики Національного банку України в умовах воєнного стану є актуальним і важливим для розуміння впливу війни на економіку та визначення ефективних заходів щодо забезпечення фінансової стабільності та розвитку економіки країни.

Метою кваліфікаційної роботи є оцінка та підвищення ефективності грошово-кредитної політики Національного банку України в умовах дії воєнного стану в економіці держави.

В ході роботи були поставлені та вирішені наступні завдання:

- поглибити теоретичні підходи до розкриття економічної сутності та завдань грошово-кредитної політики;
- визначити основні типи та види режимів грошово-кредитної політики;
- класифікувати інструменти монетарної політики;
- діагностувати сучасний стан та особливості грошово-кредитної політики України в роки війни;
- оцінювати ефективність використання інструментів грошово-кредитної політики Національного банку України;
- визначити проблеми внутрішньої монетарної політики та воєнні ризики, які перешкоджають покращенню макроекономічної ситуації в державі;
- вивчення міжнародного досвіду застосування інструментів монетарної політики в умовах кризових явищ, зокрема воєнних дій;
- вносити пропозиції щодо підвищення ефективності грошово-кредитної політики України

Об'єктом дослідження є грошово-кредитна політика Національного банку України в умовах воєнного стану.

Предметом дослідження є вплив монетарної політики Національного банку України в умовах воєнного стану на макроекономічну ситуацію в країні.

Методи дослідження. Дослідження проводилось із застосуванням загальнонаукових та спеціально-наукових методів пізнання. Метод теоретичного узагальнення використано для визначення економічної сутності та цілей монетарної політики, порівняльного аналізу – для виявлення відмінних та спільних рис інструментів монетарної політики, історико-логічного – для аналізу формування монетарної політики в Україні та світового досвіду. використання монетарних інструментів – кредитної політики в умовах соціально-економічної кризи. Економіко-статистичним методом проведено діагностику сучасного стану та особливостей грошово-кредитної політики України, економіко-математичним – побудовано модель оцінки ефективності різних інструментів монетарної політики в умовах воєнного стану.

Інформаційна база дослідження включала статистичні та аналітичні матеріали Національного банку України, Національної служби статистики України та Світового банку, наукові праці, монографії та статті зарубіжних і вітчизняних економістів і дослідників, а також нормативно-правову базу України щодо монетарної політики.

Наукова новизна. На основі розробленої економіко-математичної моделі оцінки впливу грошово-кредитної політики України визначено канали впливу, які найбільше впливають на макроекономічну ситуацію в Україні в умовах воєнного стану. На основі аналізу макроекономічної ситуації та міжнародного досвіду використання інструментів монетарної політики в умовах кризи запропоновано напрями підвищення ефективності монетарної політики в умовах воєнного стану.

Набула подальшого розвитку систематизація економічних поглядів на грошово-кредитну політику Національного банку України, її цілі, типи, види схем та класифікацію інструментів.

Практичне значення одержаних результатів. Дослідження грошово-кредитної політики в умовах воєнного стану може мати практичне значення для Національного банку України та центральних банків інших країн. Результати дослідження можуть слугувати основою для розробки ефективних стратегій використання інструментів монетарної політики в кризових ситуаціях. Розроблена модель оцінки впливу монетарної політики дає змогу визначити ефективні чи, навпаки, неефективні інструменти та скоригувати їх подальше використання з метою стабілізації макроекономічної ситуації в Україні.

Апробація результатів магістерської дисертації та публікації. Основні положення магістерської роботи обговорювались на Наукових економічних читаннях «Актуальні вектори відновлювальної трансформації економіки України» (м. Миколаїв, 30 листопада – 1 грудня 2023р.), а також були опубліковані в Збірнику матеріалів наукових економічних читань.

Структура та обсяг роботи. Магістерська робота складається зі вступу, трьох розділів, висновків і списку використаної літератури. Обсяг роботи

становить 83 стор. тексту, який містить 8 таблиць і 17 рисунків. Список використаної літератури налічує 76 найменувань.

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ВИКОРИСТАННЯ ІНСТРУМЕНТІВ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ

1.1. Економічна сутність та цілі грошово-кредитної політики

Грошово-кредитна політика є ключовим елементом економічної політики держави, оскільки здійснює визначальний вплив на національні економічні процеси. Її основне завдання – забезпечення ефективного функціонування економіки шляхом контролю над пропозицією грошей на грошовому ринку. Грошово-кредитна політика переслідує низку важливих цілей, таких як стабільність обмінного курсу, стабільність цін, баланс платіжного балансу, забезпечення зайнятості та підвищення суспільного добробуту.

Досягнення мети грошово-кредитної політики та розуміння її ролі в забезпеченні макроекономічної стабільності країни вимагає наукового підходу до розуміння економічної сутності цього поняття. Однак навіть серед науковців існує єдина думка щодо визначення поняття «монетарна політика».

Дослідження різних наукових підходів до розуміння цього поняття є актуальним завданням фінансово-економічної науки, оскільки в науковій літературі зустрічаються різні підходи до визначення цього поняття.

На думку Е. Дж. Долана, К. Д. Кемпбелла та Р. Дж. Кемпбелла, «монетарна політика – це державна політика, спрямована на вплив на кількість грошей в обігу» [26, с. 19]. За визначенням Е. Дж. Долана, «монетарна політика включає всі дії уряду, які впливають на кількість грошей в обігу. Іншими словами, це комплекс заходів, які регулюють вплив на розвиток грошової маси в обігу та безпосередньо впливають на комерційну діяльність і ліквідність банківської системи [26, с. 38].

П. Самуельсон і В. Нордхаус розглядають монетарну політику як складову макроекономічної політики, що дозволяє уряду контролювати грошовий обіг, кредит і банківську систему країни [65, с. 23]. Однак такий підхід є надто

узагальненим і недостатньо відображає економічну сутність грошово-кредитної політики. У цьому визначенні монетарна політика розглядається просто як один з елементів загальної економічної політики і не наголошує на методах, за допомогою яких центральний банк може контролювати кількість і співвідношення між грошима, національним виробництвом та інфляцією.

Інші дослідники визначають монетарну політику центрального банку як систему заходів, що регулюють кількість грошей в обігу з метою досягнення основних економічних цілей, таких як економічне зростання, підвищення рівня зайнятості, стабільність цін і валютного курсу. національної валюти [6, с. 2]. Однак це визначення має недоліки, оскільки визначає сутність монетарної політики через конкретні стратегічні та тактичні цілі, які можуть змінюватися залежно від специфіки історичного періоду, викликів і загроз, а також специфіки інтересів громадян держави.

Українська наукова спільнота також не дійшла згоди щодо єдиного визначення грошово-кредитної політики. Таким чином, розкриваючи її суть, дослідники можуть висвітлювати окремі аспекти цієї політики залежно від контексту. Наприклад, в одних визначеннях більша увага приділяється суб'єктам її реалізації, в інших – на її цілях і засобах їх досягнення або на використовуваних інструментах. Щоб мати можливість дати коректне визначення цього поняття, необхідно розглянути ті, що вже є у вітчизняній науковій літературі.

Теоретико-методологічні підходи вітчизняних науковців до розкриття сутності поняття «грошово-кредитна політика» представлені в табл. 1.1.

Таблиця 1.1

Теоретичні підходи до визначення поняття «грошово-кредитна політика»

Автори	Поняття
Базилевич В. Д., Базилевич К. С., Баластрик Л. О.	Грошово-кредитна політика – це сукупність форм і засобів державного впливу на пропозицію грошей з метою забезпечення рівноваги між пропозицією грошей і попитом на них
Барановський О. І., Мунтіян В. І.	Грошово-кредитна політика є важливим комплексом заходів у сфері грошового обігу і кредиту, який спрямований на виконання функцій центрального банку і забезпечення платоспроможності грошово-кредитної системи

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

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

Використання терміну «монетарна політика» є дуже поширеним серед дослідників. Більшість вчених розуміє це поняття як синонім терміну «грошово-кредитна політика». Такі підходи можна знайти в працях О.О. Гудзовата, Ю.В. Корнєєва, А.А. Пономаренко та М.Л. Швайко. [19], [40], [60], [74]. Подібний підхід можна знайти в монографії В. С. Стельмаха: «грошово-кредитну політику часто називають монетарною, оскільки це політика у сфері управління кількістю грошей в обігу» [48, с. 58]. Тому вважаємо доцільним використовувати термін «монетарна політика» як синонім.

Грошово-кредитна політика в Україні здійснюється відповідно до національного законодавства, зокрема Конституції України та Закону України «Про Національний банк України», тому для комплексного аналізу підходів до визначення цього поняття, доцільно вивчити визначення, наведені в нормативно-правових документах. Поява визначення грошово-кредитної політики в українському законодавстві є результатом системної роботи з розробки нормативно-правової бази та поширення практики застосування грошово-кредитної політики в економіці, про що свідчить табл. 1.2.

Таблиця 1.2

Категорія «грошово-кредитна політика» в нормативно-правових документах
України

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

		коштів суб'єктів господарювання та населення до банківської системи, стимулювання використання кредитних ресурсів на потреби функціонування і розвитку економіки
--	--	--

Джерело: складено автором за [38], [61], [71]

Аналізуючи визначення грошово-кредитної політики, запропоновані в науково-правових документах, важливо зазначити, що вони в цілому характеризують загальний зміст поняття і не збагачують його глибинну та методологічну сторону. Для більш повного розуміння грошово-кредитної політики необхідно з'ясувати предмет, об'єкт і мету цього поняття.

Науковий колектив під керівництвом В. С. Стельмаха вважає, що об'єкт грошово-кредитної політики може бути множинним, таким як пропозиція грошей, процентна ставка, обмінний курс і швидкість обігу грошей. Їх вибір залежить від економічної ситуації і означає, що центральний банк, залежно від тієї чи іншої економічної ситуації, може зосередити монетарну політику на окремих об'єктах або навіть на кількох одночасно [48, с. 61].

Одним із традиційних підходів до грошово-кредитної політики є розгляд пропозиції та попиту на грошовому ринку як центр цієї політики. Ю. Дмитренко стверджує, що регулювання грошової маси є основним засобом реалізації грошово-кредитної політики, тому грошова маса є її основним об'єктом [25, с. 108]. Такий підхід ґрунтується на тому, що характер і особливості грошового обігу мають першочергове значення для організації фінансово-економічних відносин у країні.

Головним виконавцем грошово-кредитної політики є центральний банк країни, а отже, він є її суб'єктом. В Україні, відповідно до Конституції та закону «Про Національний банк України», суб'єктом є Національний банк, який визначає та реалізує грошово-кредитну політику [38, 61]. Так, відповідно до ст. 6 Закону України «Про Національний банк України» основною функцією Національного банку є забезпечення стабільності грошової одиниці України, у

тому числі підтримання стабільності банківської системи та регулювання цін на внутрішньому ринку. . ринку, що є частиною його навичок [61].

Відповідно до статті 7 Закону України "Про Національний банк України" Національний банк України виконує низку інших функцій щодо грошово-кредитної політики. Зокрема, Національний банк:

- визначає та реалізує грошово-кредитну політику відповідно до основних засад, розроблених Радою Національного банку України;
- має монопольне право на випуск національної валюти та організацію готівкового обігу;
- є кредитором останньої інстанції для банків та організовує систему рефінансування;
- забезпечує накопичення і зберігання золотовалютних резервів та здійснення операцій з ними та банківськими металами;
- аналізує стан грошово-кредитних, фінансових, цінових і курсових відносин [61].

Грошово-кредитна політика може мати стратегічні, тактичні та проміжні цілі, які більш детально представлені в табл. 1.3.

Таблиця 1.3

Цілі грошово-кредитної політики

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

Джерело: складено автором за [10], [47], [50].

Стратегічна мета грошово-кредитної політики має бути підпорядкована загальним соціально-економічним завданням держави. Головне завдання грошово-кредитної політики – забезпечення внутрішньої стабільності грошової

системи, тобто досягнення оптимального балансу між попитом і пропозицією грошей. Центральний банк країни має враховувати необхідність розмежування тактичних і оперативних завдань грошово-кредитної політики залежно від конкретної макроекономічної ситуації. Гнучка тактика монетарної політики повинна змінюватися залежно від ситуації на ринку.

У довгостроковій перспективі ефективність грошово-кредитної політики визначається її здатністю досягати кінцевих цілей, зокрема підтримання стабільного економічного зростання, забезпечення цінової стабільності та повної зайнятості в економіці. Однак реалізація грошово-кредитної політики пов'язана зі значним запізненням - лагом, оскільки її вплив на ВВП залежить від зміни процентних ставок та інвестиційної активності, а результат може бути отриманий значно пізніше прийняття рішення. Якщо під час реалізації певної політики економічна ситуація розвиватиметься у зворотному напрямку, монетарні заходи можуть мати негативний вплив на розвиток економічної системи [52].

Головним пріоритетом монетарної політики Національний банк України визначає підтримку цінової стабільності, тобто пріоритетом є забезпечення низьких і стабільних темпів інфляції [57]. Однак для належного функціонування економіки центральні банки повинні забезпечувати не лише підтримку стабільності цін, але й сприяння фінансовій стабільності. Відповідно, законодавством визначено друге пріоритетне завдання Національного банку: досягнення фінансової стабільності.

Від забезпечення сталого економічного розвитку залежить довгострокова стабільність національної грошової одиниці. Тому Національний банк України визначає своїм третім пріоритетом мету сприяння підтримці сталого темпу економічного зростання та підтримку економічної політики уряду для забезпечення цієї мети. стабільність.

Грошово-кредитна політика України базується на шести основних принципах:

1. Забезпечення стабільності цін.

2. Використання облікової ставки як основного інструменту грошово-кредитної політики.

3. Забезпечення інституційної та операційної незалежності Національного банку України для ефективного виконання ним своїх функцій.

4. Перспективне прийняття рішень щодо досягнення цільових показників інфляції в середньостроковій перспективі.

5. Застосування режиму плаваючого валютного курсу.

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

Підсумовуючи порівняння теоретико-методологічних підходів до визначення сутності грошово-кредитної політики, можна виділити наступні ознаки, найбільш характерні для цього поняття:

- грошово-кредитна політика здійснюється суб'єктом – центральним банком країни на основі правової, інформаційної та методологічної основ, а також прогнозних розрахунків відповідних макроекономічних показників;

- об'єкт монетарної політики може бути декількома, наприклад пропозиція грошей, процентна ставка, обмінний курс і швидкість обігу грошей. Центральний банк вибирає один або кілька об'єктів залежно від економічної ситуації в країні;

- має чітко визначений часовий горизонт реалізації та повинен відповідати поточному циклу економічного розвитку країни;

- грошово-кредитна політика має чітку цільову спрямованість, яка залежить від напрямів економічної політики держави, таких як підтримання цінової та фінансової стабільності, забезпечення відповідних темпів зростання ВВП, досягнення певної величини грошових агрегатів (монетизація економіки), забезпечення економічної стабільності, забезпечення економічної стабільності, підвищення рівня валового внутрішнього продукту. забезпечення стабільного валютного курсу, сприяння зайнятості населення тощо;

- грошово-кредитна політика вимагає наявності відповідних монетарних інструментів, які повинні застосовуватися цілеспрямовано та узгоджено для досягнення поставлених цілей.

1.2. Типологія режимів монетарної політики

Основні напрями грошово-кредитної політики формує законодавча гілка влади, а на практиці їх реалізацію здійснюють уряди, центральні банки та відповідні міністерства [16, с. 104]. Грошово-кредитна політика є ключовим механізмом непрямого регулювання економіки та грошового обігу. Він визначає орієнтири та інструменти регулювання грошово-кредитного ринку, зокрема забезпечення цінової стабільності, зростання ВВП, монетизації економіки, стабільності валютного курсу та зайнятості населення.

Більшість дослідників виділяють чотири режими монетарної політики в залежності від стратегічної мети, обраної центральним банком:

- грошове таргетування;
- валютне таргетування;
- таргетування інфляції;
- змішана політика [15, с. 7].

Монетарне таргетування спрямоване на підтримання певного рівня грошей в обігу та забезпечення стабільного попиту на гроші з боку суспільства [56]. Основною метою стратегії монетарного таргетування є забезпечення монетарної стабільності та контроль за зростанням реальної кількості грошей у межах, прийнятих за плановий показник.

Монетарне таргетування базується на концептуальній логіці монетарного правила, запропонованого видатним американським економістом Мілтоном Фрідманом у 1960 р. Фрідмен вважав, що в середньостроковій перспективі існує тісний зв'язок між валютою та номінальним національним доходом [7]. Цей підхід ґрунтується на існуванні стабільної функції попиту на залишки реальних

грошей залежно від реального доходу та процентних ставок. За словами Фрідмана, грошово-кредитна політика, яка впливає на номінальну кількість грошей, може мати значний короткостроковий вплив на економіку, але в середньостроковій перспективі ці зміни відобразяться лише на цінах. Крім того, короткострокові відносини між грошима та економікою не були достатньо зрозумілі в той час і не розглядалися в контексті стабілізації [7].

Грошове таргетування передбачає зміну пропозиції грошей як основного монетарного інструменту центрального банку. Цей підхід є ефективним, якщо центральний банк може контролювати пропозицію грошей і якщо зростання пропозиції грошей фактично пов'язане з інфляцією з часом. Однак монетарне таргетування має свої обмеження і не набуло популярності, оскільки попит на гроші є непостійним і часто змінюється через інновації на фінансових ринках [7].

У режимі таргетування обмінного курсу центральний банк прагне забезпечити стабільність номінального обмінного курсу щодо валюти країни-прив'язки шляхом зміни процентних ставок і прямого втручання в обмінні курси. Цей режим потребує відповідної економічної політики, яка забезпечує тісний зв'язок між темпами інфляції та темпами інфляції в країні-прив'язці, достатній рівень міжнародних резервів, а також збереження конкурентоспроможності та репутації країни, включаючи її інституційну та законодавчу базу та її політичну стабільність.

Проте одним із головних недоліків цього режиму є втрата автономії монетарної політики, оскільки центральний банк фактично пов'язаний з політикою, яку проводить центральний банк країни-якоря [9].

Монетарні інтервенції центрального банку, як операції з купівлі та продажу іноземної валюти, є основним інструментом монетарної політики в режимі таргетування валютного курсу. Центральний банк повинен дотримуватися фіксованого обмінного курсу, щоб досягти цілей цільового обмінного курсу, але це обмежує його здатність реагувати на зміни умов торгівлі або процентних ставок. Багато країн переходять на гнучкі обмінні курси, що змушує їх шукати новий номінальний якор [3].

За режиму інфляційного таргетування номінальну точку прив'язки визначає центральний банк шляхом встановлення цілі інфляції. Основна ідея полягає в тому, що центральний банк публічно оголошує бажаний рівень інфляції та зобов'язується проводити грошово-кредитну політику для досягнення цієї мети з використанням доступних монетарних інструментів, таких як облікова ставка. Центральний банк також прогнозує майбутні темпи інфляції та порівнює їх із цільовим рівнем, який уряд країни встановлює як прийнятний для економіки. Різниця між прогнозом інфляції та цільовим показником свідчить про необхідність коригування монетарної політики. В одних країнах цільові показники визначаються як симетричні діапазони навколо середини, а в інших (зокрема в Україні) – лише цільовий рівень або верхня межа інфляції. Більшість розвинених країн встановлюють низькі цільові показники інфляції – звичайно від 1% до 3%. Еклектична (або змішана) монетарна політика відрізняється використанням різних інструментів залежно від ситуації.

Грошово-кредитна політика буває двох основних типів: експансіоністська та обмежувальна, які визначаються напрямом і темпами зміни процентної ставки та пропозиції грошей.

Узагальнені ознаки та відмінності основних видів грошово-кредитної політики наведено в табл. 1.4.

Таблиця 1.4

Порівняння основних типів грошово-кредитної політики

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

Джерело: складено автором за [56]

Експансіоністська політика означає збільшення грошової маси, що спричиняє її «знецінення». Це може призвести до зростання інфляції, що називається інфляційною політикою. Рестриктивна монетарна політика передбачає скорочення пропозиції грошей, що призводить до зростання їх вартості та зменшення попиту, що може призвести до падіння рівня цін і спаду економічної активності. Така політика називається дефляційною. При застосуванні обмежувальної або експансивної грошово-кредитної політики центральний банк вживає відповідних заходів для зменшення або збільшення грошової маси в обігу та стимулювання кредитної емісії.

На рис. 1.1. Представлено відмінні риси цих політик.



Рис. 1.1. Порівняння різних типів грошово-кредитної політики

Джерело: складено автором за [32]

Політика може бути загальною (тотальною) або вибірковою. Загальна політика охоплює всі установи банківської системи рівня II, крім центрального банку країни. У свою чергу вибіркова монетарна політика застосовується до окремих кредитних установ, їх філій або окремих видів банківських операцій [32].

Грошово-кредитна політика включає різні заходи, але одним з найбільш очевидних є зміна кількості грошей в обігу. Це досягається шляхом зменшення або збільшення темпів зростання пропозиції грошей при використанні обмежувальної або експансіоністської політики, відповідно. Крім того, грошово-кредитна політика може передбачати такі заходи, як підвищення рівня відсоткових ставок і обмеження обсягу кредитних операцій при здійсненні обмежувальної політики або збільшення обсягу кредитних операцій і зниження рівня відсоткових ставок при здійсненні стимулюючої політики. Метою цих заходів є контроль над інфляцією, стабілізація грошової системи та підвищення комерційної активності в країні.

1.3. Інструменти грошово-кредитної політики

Механізм монетарної політики дозволяє регулятору країни впливати на різні сфери економіки, включаючи фінансовий сектор і реальний сектор. Цей вплив здійснюється за допомогою інструментів грошово-кредитної політики, успішне застосування яких є важливим для забезпечення фінансової стабільності всієї банківської системи України. На думку А.М. Мороза, інструменти монетарної політики – це заходи регулювання, які повністю знаходяться у розпорядженні регуляторного органу країни. Ці інструменти контролюються регулятором і їх використання впливає на цілі грошово-кредитної політики [50].

Центральний банк країни є посередником між державою та банківською системою і має місію регулювання грошово-кредитних потоків за допомогою певних інструментів монетарної політики. У країнах з ринковою економікою

центральні банки мають доступ до широкого спектру засобів, методів та інструментів регулювання монетарної політики. Використання цих засобів залежить від напряму економічного розвитку країни, ступеня її економічної відкритості, рівня розвитку грошового ринку, особливостей національної банківської системи та національних традицій. Використання різних інструментів монетарної політики може відрізнятися.

Класифікація інструментів монетарної політики може відрізнятися між країнами та залежить від конкретних умов і завдань центрального банку. Ці інструменти використовуються для забезпечення ефективного управління грошово-кредитними відносинами та досягнення макроекономічної стабільності.

Інструменти монетарного регулювання можна згрупувати за різними ознаками. Так, Д.І. Коваленко та В.В. Венгер розподілив інструменти грошово-кредитної політики наступним чином:

- за безпосередніми об'єктами впливу (процентна ставка, грошова маса, валютний курс тощо);
- за умовами впливу (короткострокові (тактичні), довгострокові (стратегічні);
- за формою впливу (прямий і непрямий);
- за характером параметрів (кількісні та якісні) [32].

Майже всі інструменти грошово-кредитної політики мають загальний і опосередкований вплив на економіку. Проміжок часу між застосуванням певного інструменту монетарної політики та його ефектом може бути великим, тому кількісний результат використання цих інструментів важко оцінити заздалегідь [32, с. 180]. Більш детальну класифікацію інструментів монетарної політики з прикладами, систематизованими на основі теоретичних даних дослідників, подано в табл. 1.5.

Таблиця 1.5

Класифікація інструментів грошово-кредитної політики

Ознака	Вид інструмента	Приклади
--------	-----------------	----------

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

Джерело: складено автором за [17], [50], [48], [51]

Національний банк має арсенал інструментів, які використовуються для досягнення цілей грошово-кредитної політики та за допомогою яких регулятор впливає на рівень грошової маси та кредитний ринок. Список цих засобів довгий, але заявлений.

Статтею 25 Закону України «Про Національний банк України» встановлено такі інструменти грошово-кредитної політики:

- визначення та регулювання обов'язкових нормативів резервування банків;
- процентна політика;
- рефінансування банку;
- валютні інтервенції (купівля-продаж валютних цінностей на валютних ринках);
- операції з цінними паперами (за винятком цінних паперів, що підтверджують корпоративні права), у тому числі казначейськими зобов'язаннями, на відкритому ринку;
- регулювання імпорту та експорту капіталу;
- запровадження на строк до шести місяців обов'язкового продажу частини надходжень в іноземній валюті;
- зміна умов оплати за експортно-імпортними операціями товарів; - випуск власних боргових цінних паперів та операції з ними;
- операції з похідними фінансовими інструментами [61].

Першим із встановлених законом інструментів монетарної політики є резервні вимоги для банків, він вважається одним із найстаріших і традиційних інструментів центральних банків. Суть інструменту полягає в тому, що протягом періоду резервування банк зобов'язаний резервувати на своєму коррахунку певну частину коштів, визначену нормативом резервування з урахуванням частки обов'язкових резервів. Оскільки в цьому випадку працює механізм усереднення, тобто якщо банк недорезервував певну суму коштів в один день, він може зробити це в наступні дні, тоді банк може самостійно керувати своєю ліквідністю [54]. Такий інструмент дає змогу контролювати ліквідність

банківської системи та згладжувати її циклічні коливання. Основним важелем реалізації процентної політики центрального банку є облікова ставка (ключова процентна ставка). Балансова ставка – це вартість, за якою центральний банк пускає гроші в обіг шляхом первинної безготівкової (кредитної) емісії. Це робить ставку дисконту офіційною ціною грошей, яка керує всіма іншими гравцями на грошовому ринку [41].

Облікова ставка прив'язана до інших процентних ставок, які застосовує Національний банк України під час власних операцій з надання та вилучення коштів у банківській системі, наприклад процентної ставки за рефінансування кредитів комерційним банкам, за депозитними сертифікатами Національного банку України. банк. ; через засоби постійного доступу Національного банку. Ці ставки використовуються для впливу на фінансовий ринок і формування очікувань суб'єктів господарювання. Розмір облікової ставки встановлюється рішенням Правління Національного банку України на основі комплексного макроекономічного аналізу та прогнозів. Нині в умовах війни ефективність облікової ставки дещо знижується через ослаблення грошової трансмісії.

Рефінансування комерційних банків як інструмент грошово-кредитної політики, тісно пов'язаний з процентною політикою, має свої особливості. Цей інструмент базується на функції Національного банку України як «кредитора останньої інстанції» [50]. Комерційні банки звертаються до НБУ за кредитом переважно у разі тимчасової нестачі первинних резервів (коштів на кореспондентському рахунку в НБУ). Банки зазвичай звертаються за такими кредитами на короткостроковий термін, отримуючи їх на підставі обліку комерційних або забезпечених цінними паперами векселів. Ці позики називаються книжковими та ломбардними. Надаючи такі кредити, НБУ збільшує первинні резерви комерційних банків, а отже, і загальну кількість готівки в обігу. Рефінансування пов'язане із забезпеченням ліквідних потреб банків, гарантуванням їх платоспроможності та фінансової стабільності [63].

Допоміжним інструментом Національного банку є монетарна інтервенція - пряме втручання центрального банку в операції на валютному ринку шляхом

купівлі-продажу іноземної валюти. Метою їх використання є накопичення міжнародних резервів, підтримання трансмісії облікової ставки та згладжування надмірних коливань валютних курсів, особливо в кризовий період. Використання цього інструменту регулюється статтями 28 та 46 Закону України «Про Національний банк України» та «Детальною стратегією монетарних інтервенцій Національного банку України», яка визначає характеристики та умови здійснення [61], [68].

Для підвищення курсу національної валюти центральний банк продає іноземну валюту, а для зниження курсу купує іноземну валюту на ринку. Основними джерелами фінансування монетарних інтервенцій є офіційні золотовалютні резерви країни. Зміна рівня цих резервів може відображати ступінь державного втручання у формування валютних курсів на валютному ринку. Крім того, важливим джерелом коштів для монетарних інтервенцій можуть бути короткострокові взаємні позики, які погоджуються між собою центральними банками в національних валютах на основі міжбанківських угод.

Центральний банк використовує операції з цінними паперами на відкритому ринку як ефективний інструмент макроекономічного регулювання. Якщо необхідно зменшити грошову масу в обігу, контролювати платоспроможний попит, зменшити інфляцію, центральний банк продає цінні папери комерційним банкам, що зменшує первинні резерви та загальну суму грошової маси. Центральний банк також може продавати цінні папери іншим суб'єктам через фондовий ринок. У разі необхідності збільшення грошової маси центральний банк купує цінні папери у комерційних банків, підприємств і населення, що збільшує грошові залишки та кількість грошей в обігу. Операції з цінними паперами на відкритому ринку вважаються гнучким інструментом грошово-кредитної політики, оскільки їх легко коригувати, якщо ви зробили помилку, вам просто потрібно зробити навпаки.

Інвестиції іноземного капіталу та репатріація іноземного капіталу мають значний вплив на валютні відносини в країні. Особливо значним є вплив іноземних фінансових інвестицій, спрямованих на вітчизняні цінні папери

спекулятивного характеру, зокрема державні облігації. Якщо привабливість державних цінних паперів знижується, іноземний капітал покидає країну, що призводить до девальвації національної валюти.

Національний банк України також випускає як боргові цінні папери депозитні сертифікати зі строком обігу до 90 днів. Депозитний сертифікат НБУ – бездокументарний борговий документ, який фіксує розміщення коштів банків у Національному банку та їх право на повернення, а також на отримання відсотків після закінчення встановленого строку. Такі операції проводяться з метою зменшення надлишкової ліквідності в банківському секторі. У разі необхідності Національний банк може організовувати позачергові конкурси з розміщення депозитних сертифікатів і приймати рішення про дострокове погашення, про що буде повідомлено комерційні банки.

Кожен з інструментів грошово-кредитної політики має свої особливості, переваги та недоліки. Слід також зазначити, що прояв ефективності тих чи інших засобів може залежати від тимчасового лагу, який може бути значним залежно від ситуації. Правильне та своєчасне використання кожного інструменту є важливим для ефективності грошово-кредитної політики.

Для здійснення монетарної політики використовуються різні інструменти, які впливають на кількість грошей в економіці. Ці інструменти передають свій вплив на реальний сектор економіки через ланцюги макроекономічних змінних, що утворюють канали передачі.

Механізм фінансової та монетарної трансмісії включає кілька основних каналів, пов'язаних з інструментами монетарної політики:

- Відсотковий канал. Він базується на впливі змін процентних ставок на рівень кредитів та інвестицій. Підвищення відсоткових ставок зменшує попит на кредит, що може призвести до скорочення інвестицій і споживання. Навпаки, падіння процентних ставок сприяє зростанню кредитування та стимулює інвестиційну та споживчу активність.

- Кредитний канал. Основна увага приділяється впливу змін умов кредитування на банківські установи та їхню кредитну діяльність. Зростання

процентних ставок може збільшити вартість кредиту для банків, знизити їх прибутковість і збільшити ризики. Це може зменшити готовність банків кредитувати підприємства та споживачів, тим самим обмежуючи доступність кредитів. Навпаки, падіння процентних ставок спонукає банки активніше кредитувати.

- Канал активів. Зміни процентних ставок впливають на ціни фінансових активів, таких як акції та облігації. Нижчі процентні ставки заохочують інвесторів переводити свої кошти з облігацій в акції, що підвищує ціни на акції та стимулює інвестиційну активність.

- Курсовий канал. Зміни валютного курсу впливають на конкурентоспроможність експортерів та імпортерів. Інтервенції центрального банку на валютному ринку можуть змінити вартість національної валюти та вплинути на експорт, імпорт та капітальні інвестиції.

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

- Канал очікувань. Дії центрального банку та його комунікація можуть вплинути на очікування учасників ринку. Якщо центральний банк очікує зростання інфляції та підвищує процентні ставки, це може змусити підприємства та споживачів відкласти витрати, зменшуючи попит та інфляційний тиск [42, с. 22], [49, с. 14].

Ці канали взаємодіють один з одним, і вплив монетарної політики може бути різним залежно від конкретних умов та економічного середовища. Монетарна політика держави, яка перебуває у стані війни, відрізняється від тієї, яку вона проводить у мирний час. Наприклад, через погіршення трансмісійного механізму через невизначеність облікова ставка втрачає свою цінність як основний інструмент грошово-кредитної політики, а отже унеможливорює

ефективне таргетування інфляції. Всі засоби слід використовувати своєчасно і з урахуванням як їх переваг, так і недоліків.

Висновки до розділу 1.

У науковому середовищі не існує єдиного теоретико-методологічного підходу до розкриття сутності терміну «грошово-кредитна політика». Загалом можна стверджувати, що грошово-кредитна політика є складовою загальної економічної політики, яка здійснюється державою через центральний банк з метою забезпечення економічного зростання, підвищення добробуту населення, стабільності грошової одиниці через вплив на пропозицію і ціну грошей, а також регулювання грошових відносин між банками та іншими суб'єктами господарювання.

Залежно від стратегічної мети, обраної центральним банком, розрізняють такі режими монетарної політики: валютне таргетування; монетарне таргетування; таргетування інфляції; змішана політика. За режиму інфляційного таргетування визначається інфляційна ціль, досягненню якої сприяє використання основного інструменту – облікової ставки. Валютне таргетування забезпечує стабільність номінального обмінного курсу щодо валюти країни-прив'язки, при цьому основними інструментами є зміна процентної ставки та монетарні інтервенції. Монетарне таргетування спрямоване на підтримання певної кількості грошей в обігу та забезпечення стабільного попиту на гроші з боку суспільства. Змішаний має характеристики кількох режимів одночасно. Розрізняють два основних види грошово-кредитної політики залежно від напрямку та темпів зміни процентних ставок і пропозиції грошей: експансіоністську та обмежувальну. Експансіоністська політика спрямована на стимулювання видачі кредитів, пожвавлення комерційної діяльності та подолання спаду виробництва, тоді як обмежувальна політика спрямована на скорочення грошової маси, згладжування коливань ділового циклу та боротьбу з інфляцією.

Грошово-кредитна політика впливає на свій об'єкт шляхом передачі сигналів (імпульсів) від використовуваних інструментів до обраних економічних змінних через різні канали. Основні канали включають процентні ставки, валюти, кредит, гроші та активи, а також канали очікувань. Що стосується інструментів, то їх перелік в Україні визначається законом «Про Національний банк України» і включає такі основні інструменти, як вимоги до банківських резервів, процентна політика, рефінансування банків, монетарні інтервенції, операції з цінними паперами, випуск боргових цінних паперів та інші. Кожен інструмент має свої переваги та недоліки, а також особливості використання залежно від контексту, наприклад, під час війни та кризи трансмісійна монетарна політика може бути послаблена, що змусить центральний банк адаптувати монетарну політику та використовувати свого інструментарію до специфіки конкретних умов.

РОЗДІЛ 2

ОЦІНКА ПІДХОДІВ У ЗАСТОСУВАННІ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ

2.1. Особливості проведення грошово-кредитної політики України в умовах воєнного стану

З початком широкомасштабного вторгнення Росії в Україну національна економіка відчувала на собі вплив дестабілізуючих процесів та криз: спад виробництва, масова еміграція населення, окупація територій тощо. З метою адаптації монетарної політики до умов війни та мінімізувати його вплив на економічну ситуацію, 12 квітня 2022 року Рада Національного банку України прийняла рішення «Основи грошово-кредитної політики та кредитування на період воєнного стану», в якому окреслено основні загрози, а також специфіка проведення та впровадження інноваційної діяльності.

Пріоритетним завданням на період воєнного стану НБУ визначив надійне та стабільне функціонування фінансово-банківської системи при забезпеченні потреб обороноздатності держави та безперебійного функціонування фінансової системи держави та критичної інфраструктури. Також зазначено, що НБУ намагатиметься якнайшвидше повернутися до режиму інфляційного таргетування та плаваючих курсів [58].

До початку масштабного вторгнення Нацбанк дотримувався «Основ грошово-кредитної політики на 2022 рік та середньострокову перспективу». Порівняння основних засад грошово-кредитної політики Національного банку України до та під час воєнного стану наведено в табл. 2.1.

Дії НБУ на початку війни в основному були спрямовані на підтримку стабільності банківської системи та безперервності платежів. Це було необхідно для адаптації економіки, підприємств і населення до нових умов.

Таблиця 2.1

Порівняння основних засад грошової політики до та на період воєнного стану

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

Джерело: складено автором за [57], [58]

Для цього Національний банк зафіксував офіційний курс, запровадив монетарні обмеження, «заморозив» облікову ставку на рівні 10% та запровадив додаткові інструменти для підтримки ліквідності банківської системи. Завдяки цим заходам, вжитим на початку війни, а також значному запасу міцності фінансова система витримала випробування надзвичайно складними умовами. Згодом, у червні, Нацбанк підвищив облікову ставку до 25% для підвищення привабливості гривневих активів і зменшення тиску на валютний ринок і міжнародні резерви.

Динаміка облікової ставки наведена на рис. 2.1. За прогнозами НБУ, очікується, що цей темп збережеться щонайменше до кінця 1 кварталу 2024 року. Проте в реальному вираженні він зростатиме через прогнозоване зниження інфляції та відповідне зниження інфляційних очікувань.

НБУ вживає додаткових заходів для посилення монетарної трансмісії в умовах надлишку ліквідності в банківській системі. Зміна ставки дисконту також має призвести до зміни інших процентних ставок, наприклад ставок банківських кредитів і депозитів для підприємств і фізичних осіб, як показано на рис. 2.2.

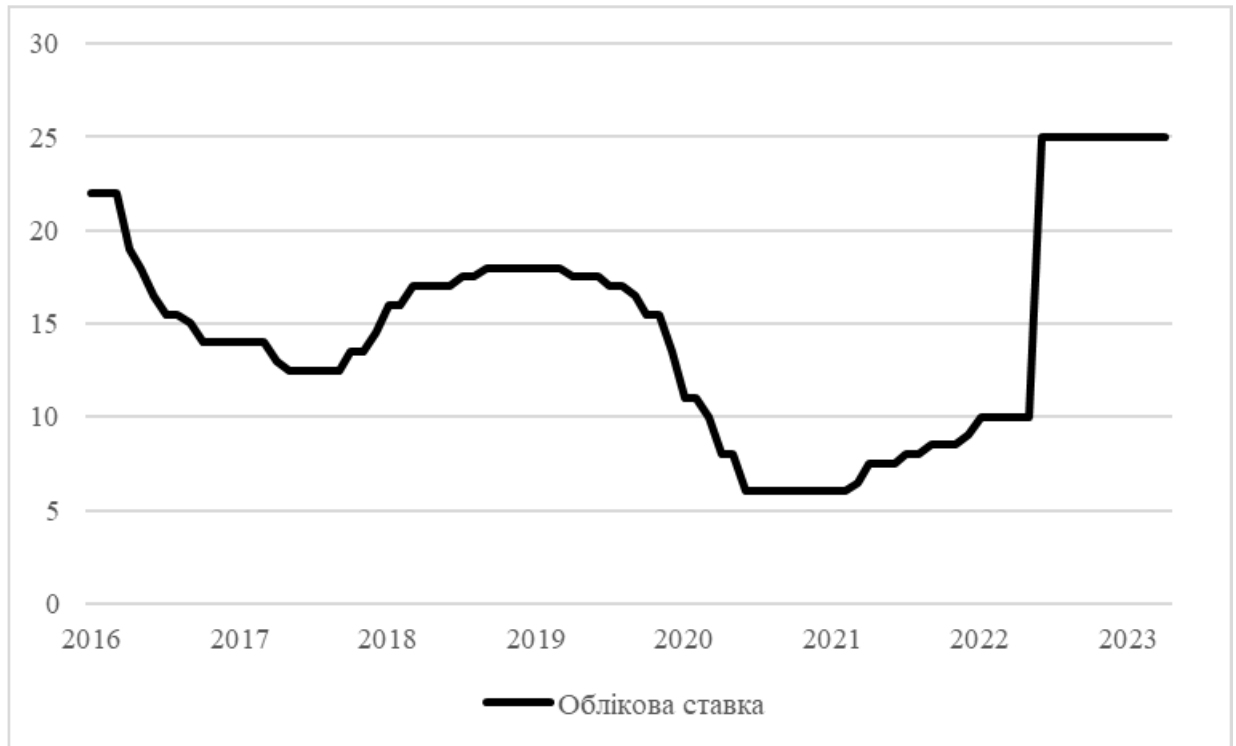


Рис. 2.1. Динаміка облікової ставки НБУ, %

Джерело: складено автором за даними НБУ [53]

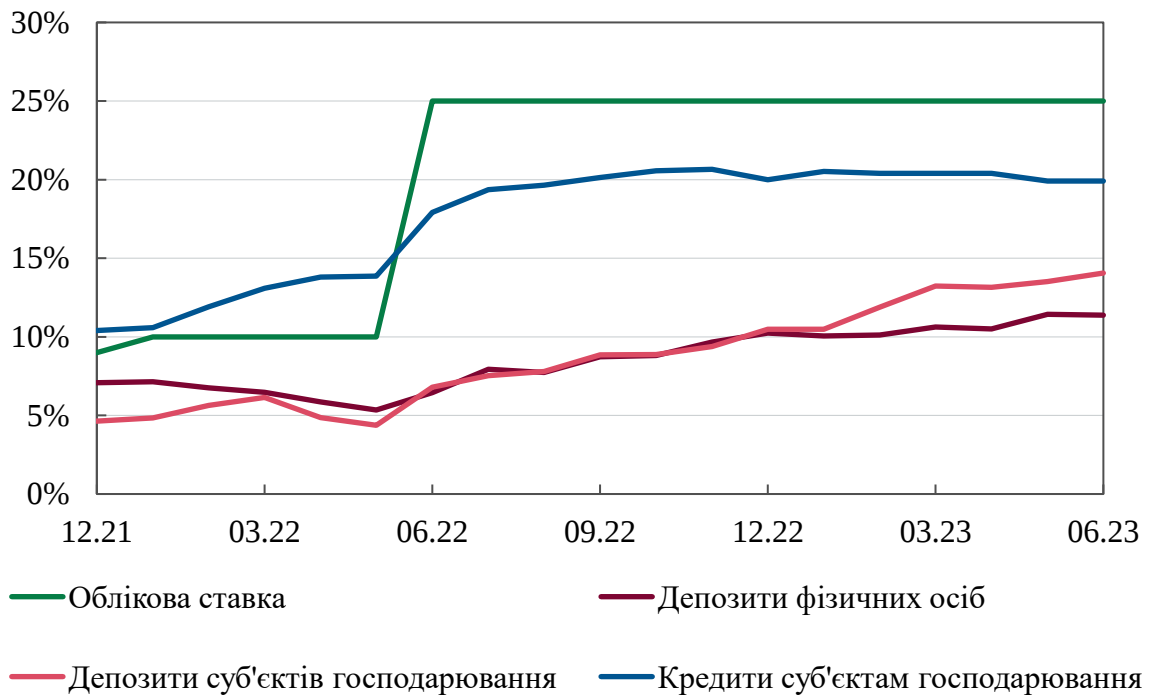


Рис. 2.2. Облікова ставка НБУ та вартість нових депозитів і кредитів у гривнях, % річних

Джерело: складено автором за даними НБУ [53]

Реакція ринкових ставок на підвищення банківської ставки в червні лише трохи зросла наприкінці 2022 року. Процентні ставки за кредитами для фізичних осіб протягом четвертого кварталу 2022 року становили приблизно 30% на рік, а ставки за кредитами для бізнесу коливалися близько 20%. % в рік. Обсяг валових гривневих кредитів бізнесу скорочується другий квартал поспіль, зокрема менш активно використовуються програми державної підтримки. Також зменшується валовий обсяг гривневих кредитів фізичним особам. Аналогічний показник в іноземній валюті впав на 42% через скасування держбанком кредитів фізичним особам.

Більше того, у четвертому кварталі 2022 року прибутковість гривневих ОВДП при первинному розміщенні помірно зросла. Надалі прибутковість ОВДП на вторинному ринку була більш тісно прив'язана до облікової ставки. Її незначне зниження в грудні пояснюється активізацією торгівлі нерезидентів на фоні очікувань щодо можливості виведення коштів за кордон після 1 квітня 2023 року. Динаміку дохідності гривні ОВДП представлено на рис. 2.3.



Рис. 2.3. Дохідність гривневих ОВДП, %

Джерело: дані НБУ [76]

Проте ані прибутковість ОВДП, ані ставки банківських депозитних продуктів не досягли рівня інфляції (26,6% у грудні 2022 року), тому досі не створили стимулів, достатніх для формування значного ринкового попиту на ОВДП та надання переваги ф'ючерсні гривневі інструменти порівняно з монетарними інструментами. Це негативно впливає на фінансову стабільність України, оскільки громадяни, не отримуючи привабливих процентних ставок на свої гривневі активи, намагаються зробити покупки якомога швидше, що створює тиск на інфляцію через підвищений попит. Крім того, зростає попит на долари для підтримки купівельної спроможності валюти, що вимагає витрачання резервів Національного банку України для підтримки стабільного курсу гривні. Повільна реакція депозитних ставок зумовлена в основному значним надлишком ліквідності в банківській системі, недостатньою конкуренцією на депозитному ринку та обмеженим набором альтернативних інструментів заощаджень, особливо для фізичних осіб.

У четвертому кварталі 2022 року ліквідність банківської системи продовжила зростати. Головним фактором стало значне зростання державних витрат, особливо наприкінці року, за рахунок продажу валютних коштів. Динаміка ліквідності банківської системи України представлена на рис. 2.4.

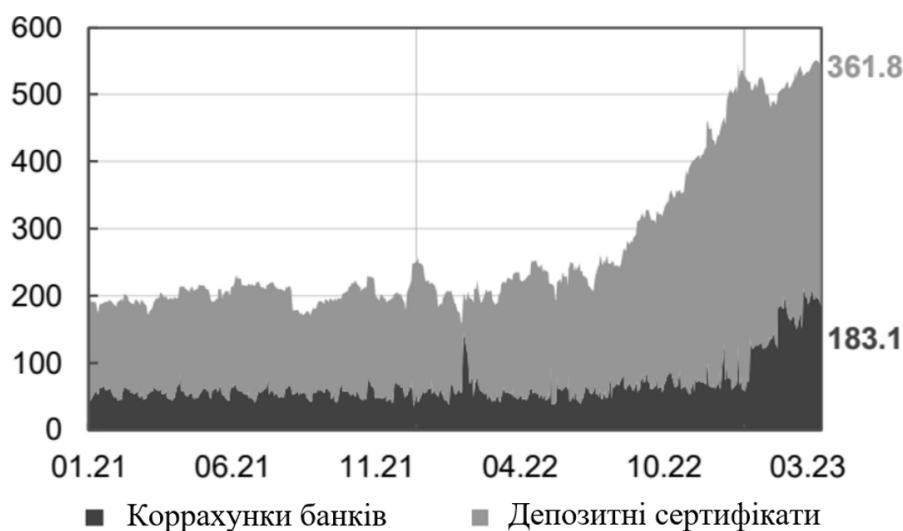


Рис. 2.4. Динаміка ліквідності банківської системи України, млрд грн.

Джерело: складено автором за даними НБУ [69]

Обсяг вилучення готівки також був значним, переважно через інтервенції НБУ з продажу іноземної валюти та прискорене зростання готівки в обігу наприкінці року як через сезонний фактор, так і через короткострокову реакцію до російських атак на енергетичну інфраструктуру. Незважаючи на це, надлишкова ліквідність банківської системи за підсумками року досягла рекорду (майже 415 млрд грн проти 268 млрд грн у III кварталі) [31].

Таким чином, надзвичайно високий рівень ліквідності в основному зосереджений у кількох найбільших ринкових банках [64]. Це пов'язано з нерівномірним перерозподілом у банківській системі великих соціальних та інших виплат громадянам, особливо військовим. Структурний профіцит банківської системи характеризується неоднаковою залежністю банківських ставок від зміни облікової ставки центрального банку в бік зростання та зниження. Інерційна цінова політика банків призводить до зростання попиту на більш ліквідні кошти до запитання та збереження значного тиску на валютному ринку.

Значний обсяг ліквідності може зберігатися і в майбутньому, головним чином за рахунок значних бюджетних витрат (у тому числі за рахунок конвертації іноземної валюти урядом). З метою іммобілізації вільної ліквідності НБУ з середини січня підвищив норми резервування коштів до запитання та поточних рахунків у національній та іноземній валютах на 5 процентних пунктів. Також вказувалося, що за рахунок еталонних ОВДП можна покрити до 50% обов'язкових резервів. Це сприяло подальшому зростанню ставок за строковими депозитами в гривні.

З початком широкомасштабного вторгнення офіційний курс був зафіксований. З 21 липня 2022 року офіційний курс гривні до долара знаходиться на рівні 36,57 грн/\$. Динаміка офіційного курсу, курсу на «сірому» та спотовому ринках представлена на рис. 2.5.



Рис. 2.5. Динаміка обмінного курсу, грн/дол.

Джерело: дані НБУ [69]

На валютному ринку домінував попит, хоча співвідношення попиту та пропозиції загалом покращилося. Незважаючи на масовані російські ракетні удари, валютний ринок залишався стабільним. Розрив між готівковим і безготівковим курсом протягом четвертого кварталу залишався на прийнятному рівні – близько 10-11%.

Коливання валютних курсів здебільшого викликані почуттям паніки (обстановка на фронті, паливна криза, бомбардування інфраструктури тощо) та різними спекуляціями. Нацбанк своїми інтервенціями усуває попит на міжбанківському ринку, а регулятор контролює ситуацію на спотовому ринку, обмежуючи можливості населення купувати валюту та стимулюючи банки підвищувати привабливість гривневих депозитів. Динаміку монетарних інтервенцій НБУ наведено на рис. 2.6.

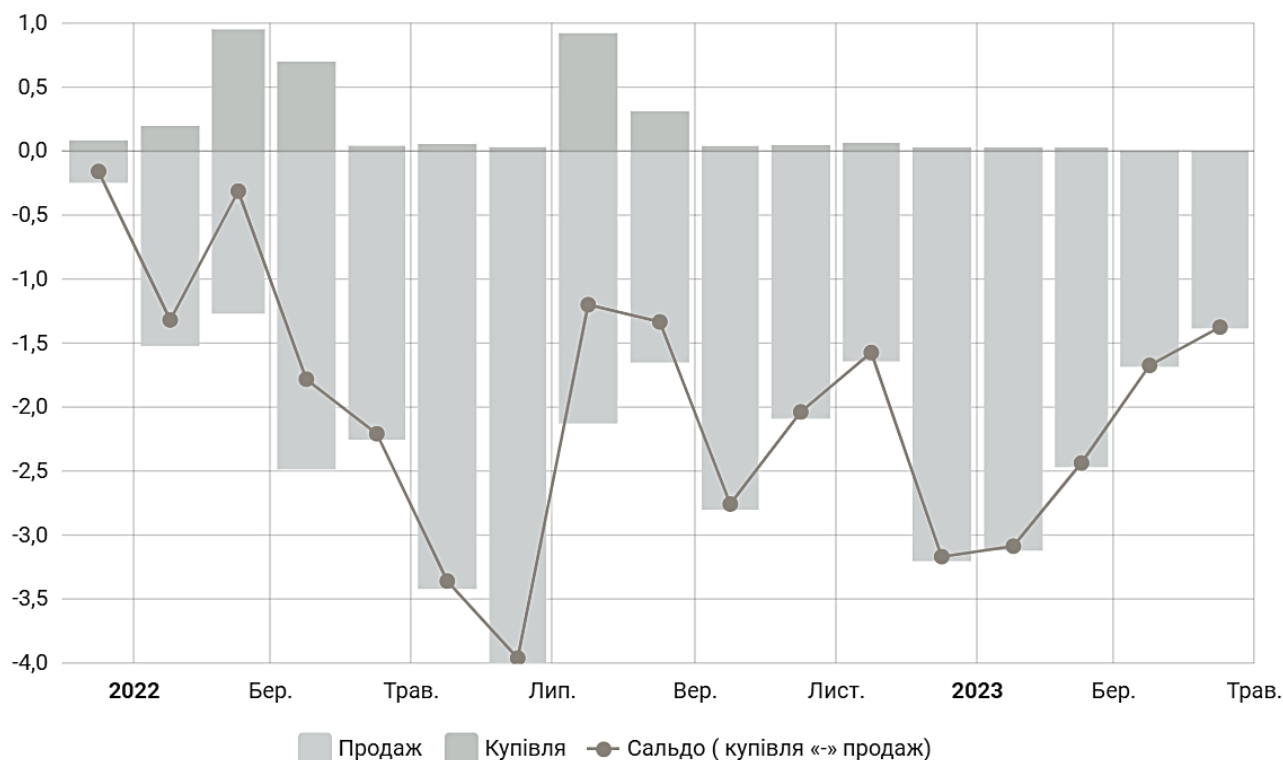


Рис. 2.6. Валютні інтервенції Національного банку, млрд дол. США

Джерело: дані НБУ [69]

Фіксований обмінний курс залишався номінальним якорем забезпечення макрофінансової стабільності. Інтервенції Національного банку України покривали чистий попит на валютному ринку, який залишався значним з огляду на наслідки війни.

Окрім фіксації курсу, Національний банк заборонив більшість транскордонних платежів в іноземній валюті, за винятком платежів платіжними картками та інкасації за кордоном (з обмеженнями). Адміністративне регулювання також поширюється на міжбанківський ринок, де банки можуть продавати та купувати валюту, крім готівкової, за курсом, що на 1% перевищує офіційний максимум.

Поступово бізнес і населення почали адаптуватися до сучасних умов, і логіка прийняття ринкових рішень стала відігравати все більшу роль у їх поведінці. У таких умовах збереження низької вартості гривневих кредитів за значної інфляції створило значний тиск на валютний ринок.

Щоб протистояти цьому, Національний банк адаптував коридор процентних ставок, який у своїх звітах називає «оперативним дизайном монетарної політики». З 7 квітня 2023 року запроваджено такі зміни: зниження процентної ставки за депозитними сертифікатами до запитання з 23% до 20%; запровадження тримісячних депозитних сертифікатів за обліковою ставкою 25%, обсяг якої залежить від привабливості банками строкових вкладів фізичних осіб.

Такі нововведення можна вважати нестандартними, оскільки коридор відсоткових ставок навколо точки відліку став асиметричним: +2 в.п. (27% річних) за операціями рефінансування банків, – 5 в.п. (20% річних) за операціями з депозитними сертифікатами до запитання. Операції також будуть проводитися за ключовою ставкою, але в обмеженому обсязі та з прив'язкою до залучення банками строкових депозитів від фізичних осіб. Візуальне представлення зміни в операційній структурі монетарної політики представлено на рис. 2.7.

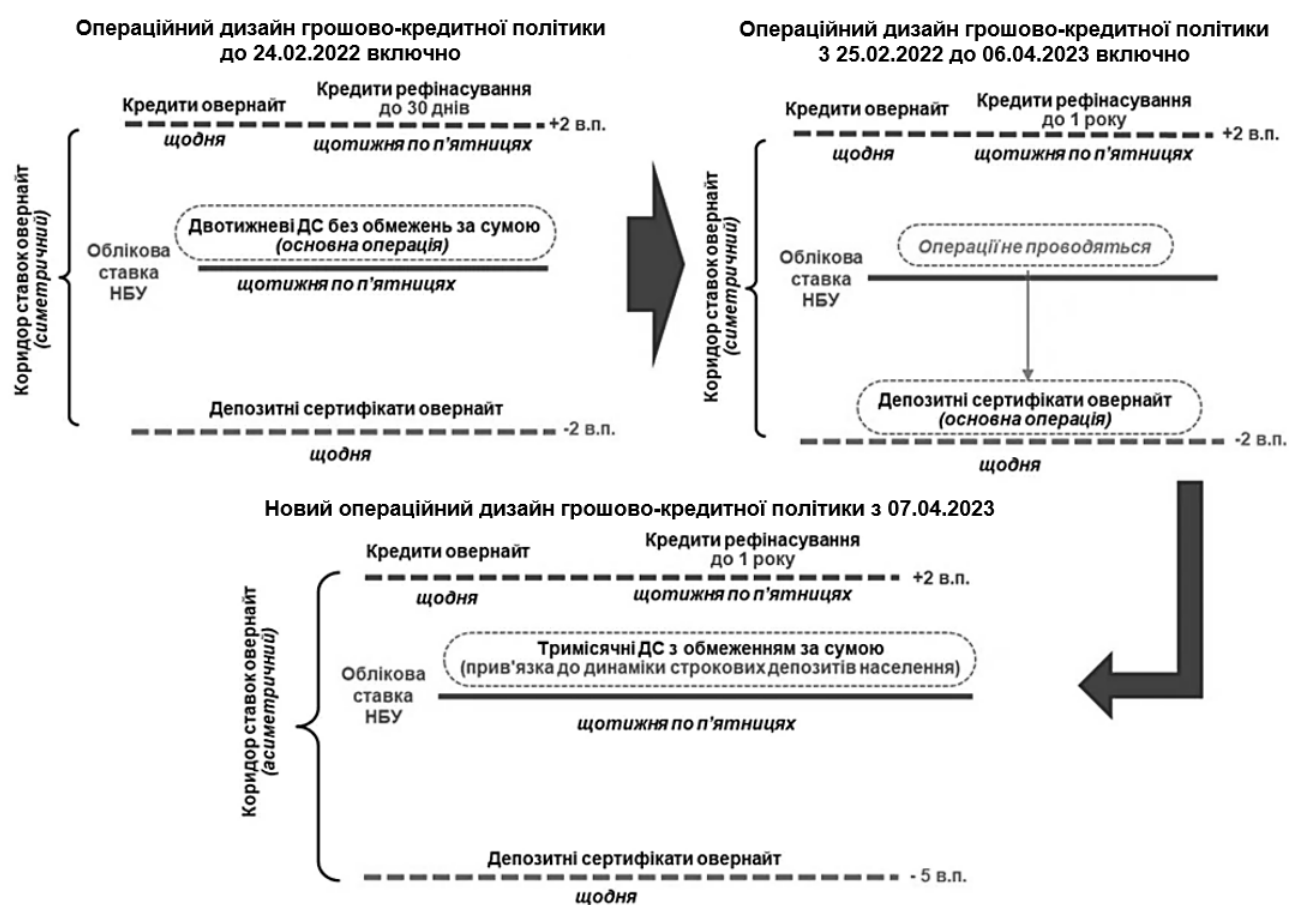


Рис. 2.7. Зміни коридору процентних ставок НБУ впродовж повномасштабної війни

Джерело: дані НБУ [62]

Зазвичай центральні банки, які таргетують інфляцію, мають симетричний коридор процентних ставок, а обсяг операцій за обліковою ставкою є найбільшим і необмеженим. Проте на тлі масштабної війни та зміни ролі процентної політики НБУ впроваджує такі зміни, які зроблять заощадження в гривні привабливішими.

Такі зміни коридору відсоткових ставок також сприятимуть поступовому формуванню культури короткострокових гривневих заощаджень серед населення та розширенню структури короткострокового фінансування банків, що в довгостроковій перспективі розширить їх потенціал інвестувати в довгострокових державних облігаціях.

Таким чином НБУ більше стимулюватиме банки залучати гривневі кошти на строкові рахунки, пропонуючи вищу процентну ставку або використовуючи інші методи стимулювання вкладників. Також завдяки нововведенням Нацбанк сподівається активізувати роботу на міжбанківському кредитному ринку. Ще одним показником грошових умов буде вартість ресурсів.

Натомість процентні ставки банків за депозитами є ще одним елементом монетарних умов. Враховуючи заходи НБУ, можна очікувати підвищення банками депозитних ставок для громадян терміном на три місяці. За таких умов очікується продовження зростання середньозважених ставок.

2.2. Огляд макроекономічної ситуації в Україні у 2022-2023рр.

Війна та встановлення воєнного стану 24 лютого 2022 року стали непередбачуваною силою та великим випробуванням з економічної точки зору для фінансової системи держави, а також призвели до інституційної руйнації та падіння пре-військовий цикл. економічна динаміка війни.

З початком масштабного вторгнення цінова стабільність залишається пріоритетом для НБУ, незважаючи на тимчасову відмову від традиційного формату інфляційного таргетування із запровадженням воєнного стану. Таким

чином, аналіз факторів, які посилили та/або стримували інфляційний тиск, є важливим для подальшого розгляду в подальших рішеннях щодо монетарної політики.

З початку широкомасштабної війни очікується прискорення інфляції (до 26,6% у річному обчисленні в грудні 2022 року), головним чином через чинники пропозиції. Однак, незважаючи на виклики війни та високу інфляцію зовнішнього середовища, ситуація залишалася керованою та стабілізувалася до кінця року. Споживча інфляція наприкінці 2022 року стабілізувалася, але на високому рівні. Графік динаміки індексу споживчих цін за 2018-2022 рр. наведено на рис. 2.8.

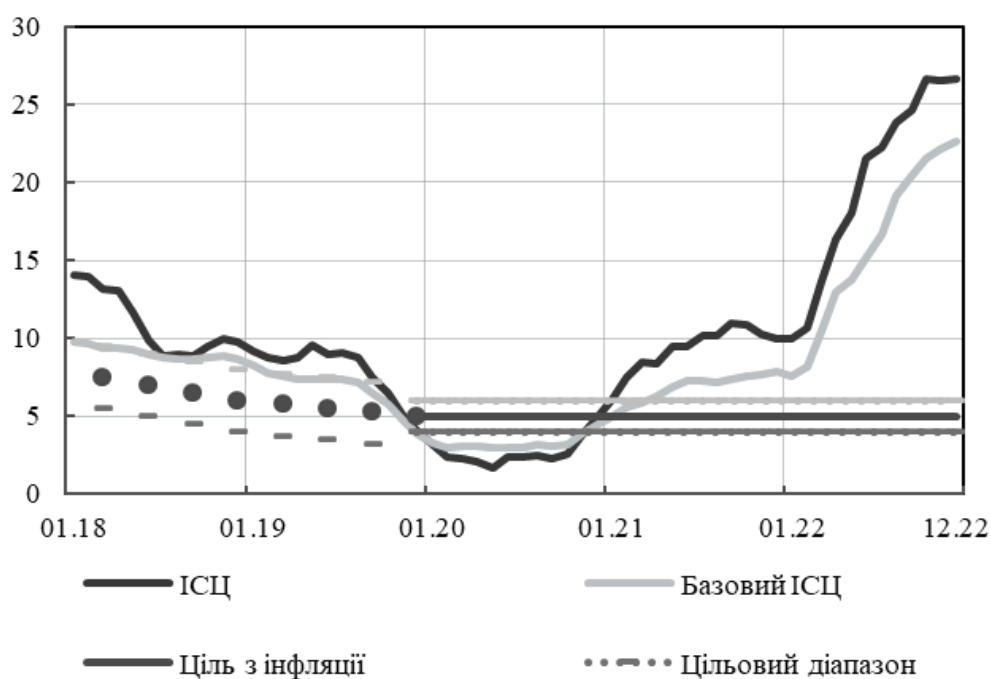


Рис. 2.8. Споживча інфляція та оцінки основного інфляційного тренду, % р/р.
Джерело: розрахунки за даними ДССУ, НБУ [46], [64]

У той же час ціновий тиск залишається значним через наслідки війни, включаючи руйнування підприємств та інфраструктури, а також порушення ланцюгів виробництва та постачання. Крім того, витрати на бізнес продовжували зростати через російський енергетичний терор. Інфляційні очікування, незважаючи на стабілізацію, залишалися високими. На рис. 2.9 показано

інфляційні очікування банків, підприємств, домашніх господарств і фінансових аналітиків.

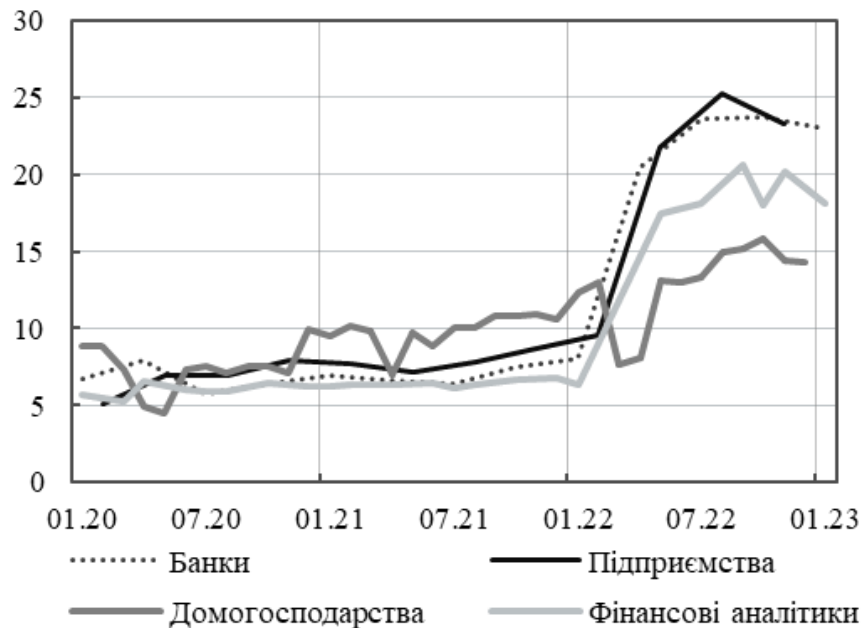
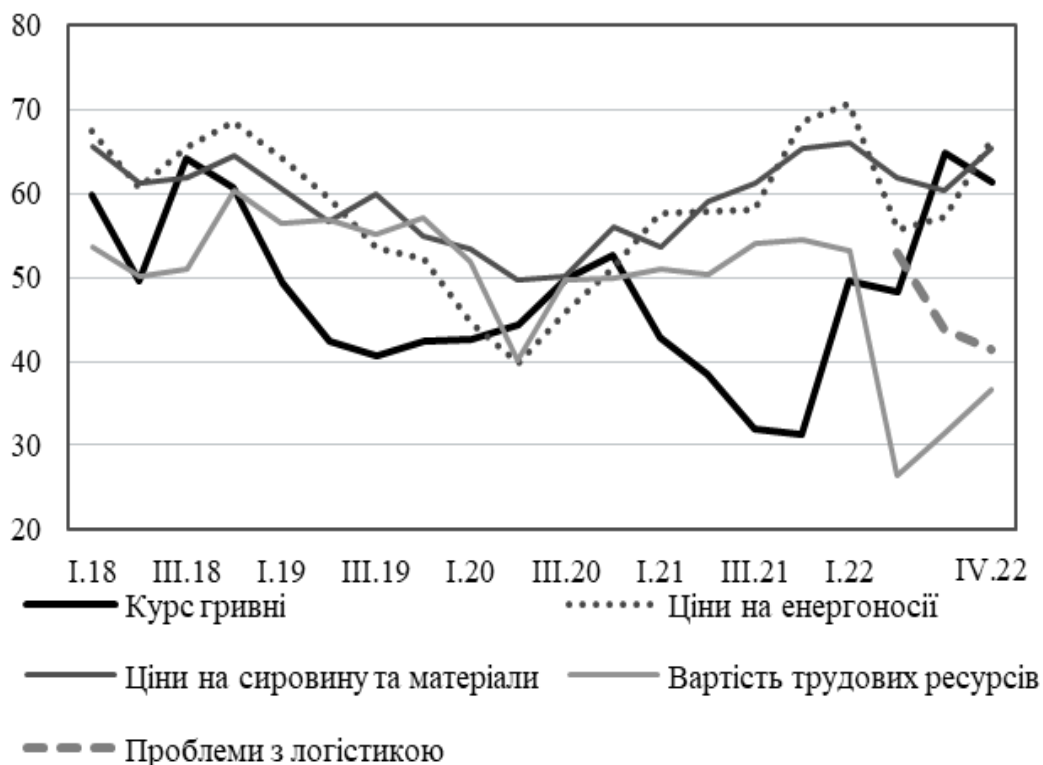


Рис. 2.9. Інфляційні очікування суб'єктів господарювання, %

Джерело: розрахунки за даними ДССУ, НБУ [46], [64]

Як бачимо, незважаючи на високу інфляцію, інфляційні очікування домогосподарств та бізнесу (які в Україні значною мірою є адаптивними) стабілізувалися у другій половині року та почали покращуватися наприкінці року.

Ймовірно, це сталося через фіксацію курсу гривні за зовнішньоекономічними операціями, її зміцнення на спотовому ринку, збереження незмінних тарифів на житлово-комерційні будинки та зменшення обсягів бюджетної монетизації. Наочне представлення найбільш впливових факторів у формуванні очікувань компаній щодо розвитку цін на їхні товари та послуги представлено на рис. 2.10.



дешевшої продукції з інших регіонів України. Відтак, у грудні 2022р. в Херсонській області була зафіксована дефляція в місячному вимірі, що сприяло скороченню річного інфляційного розриву в регіоні порівняно з середніми показниками по Україні. Однак через близькість до фронту цей процес відбувається досить повільно. Звільнення частини Херсонської області супроводжувалося зниженням інтенсивності обстрілів Миколаївської області, що також мало певний дезінфляційний ефект.

Відновлення економіки України наприкінці 2022 року було перервано через збої в електроенергії, спричинені атаками Росії на енергетичну інфраструктуру. Важливою передумовою при цьому є підтримання владою стабільності енергетичної системи та ефективна адаптація підприємств до нових умов функціонування. Фіксація обмінного курсу сповільнила включення вартості критичного імпорту до підвищення цін. Навпаки, зросла роль девальваційних очікувань у ціноутворенні. Проте основним рушієм інфляційного тиску стала різка зміна балансу між попитом, який включав складову обережного відходу від гривні, та пропозицією, на яку вплинула військова агресія. Різке зниження еластичності пропозиції при збереженні значних фіскальних витрат, підкріплених емісією, призвело до необхідності перегляду способу інтерпретації інфляційного тиску в Україні [33].

За оцінками Державної служби статистики, у 2022 році українська економіка впала на 31,4% у річному обчисленні. Основними причинами найглибшої рецесії в історії країни стали наслідки широкомасштабної війни: руйнування інфраструктури та виробничих потужностей, розрив логістичних зв'язків і падіння експорту, скорочення інвестицій і слабкий споживчий попит, зокрема внаслідок активної міграції, а також значно нижчий, ніж рік тому, урожай [46].

Фактичний і потенційний ВВП наведено на рис. 2.11.

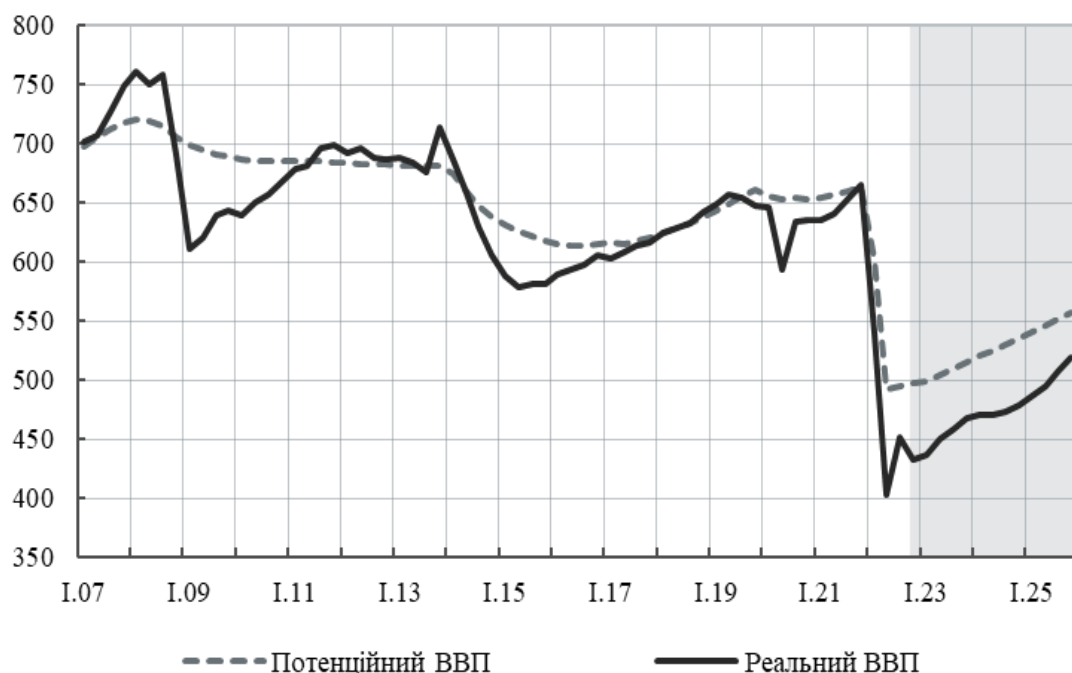


Рис. 2.11. Реальний та потенційний ВВП, у с/с, у постійних цінах 2016 р.
Джерело: розрахунки за даними ДССУ, НБУ [46], [64]

Реальний ВВП нижчий за потенційний рівень через повільне відновлення внутрішнього попиту, слабкий ринок праці та матеріально-технічні труднощі. Втрата українськими виробниками ринків збуту під час війни призводить до повільного повернення на ці ринки у післявоєнний період, що визначатиме тривале незавантаження наявних виробничих потужностей. Тривалий час ризики залишатимуться високими, що негативно вплине на інвестиційну привабливість держави.

На рис. 2.12 показано внесок категорій кінцевого використання в річну зміну реального ВВП. У 2022 році різке падіння споживання та інвестицій стало найвагомим внеском у річні коливання ВВП.

Станом на 1 січня 2023 року міжнародні резерви України становили 28,5 млрд доларів США. До початку березня 2023 року ця сума зросла до \$29,9 млрд, в основному завдяки доходам від міжнародних партнерів. Це становить 88% зведеного показника Міжнародного валютного фонду (МВФ) для необхідного рівня міжнародних резервів країн-членів МВФ.

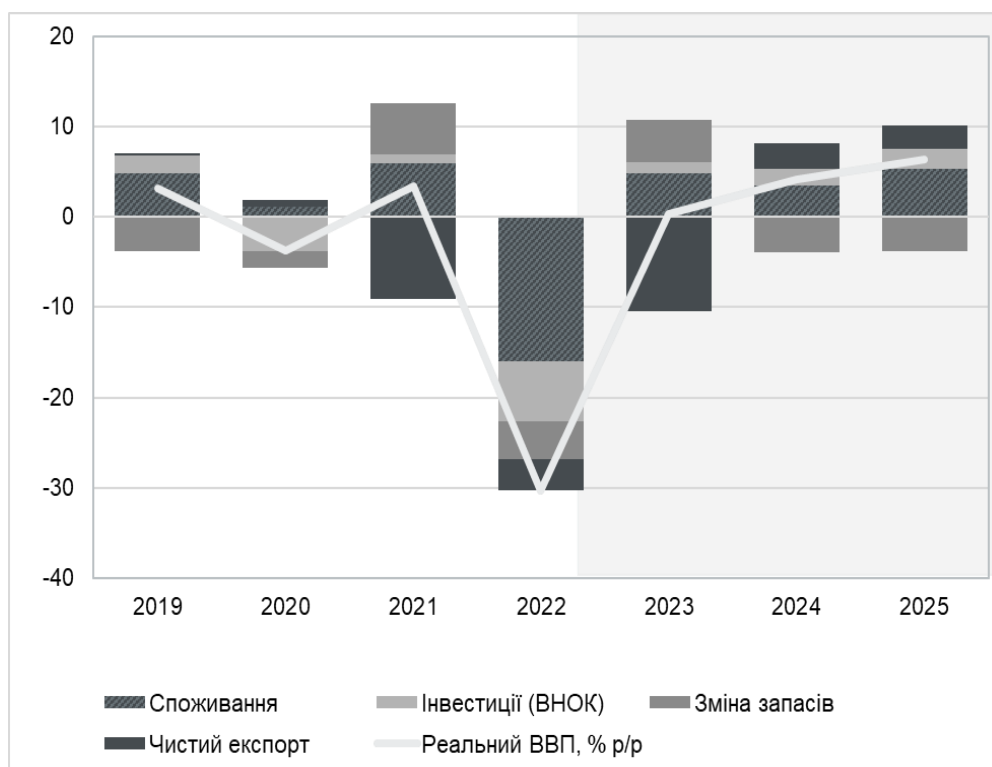


Рис. 2.12. Внески окремих категорій в річну зміну реального ВВП, в. п.
Джерело: розрахунки за даними ДССУ, НБУ [46], [64]

У 2022 році цієї суми було достатньо для виконання зобов'язань України та здійснення поточних операцій Національного банку та уряду.

Міжнародні резерви НБУ наведено на рис. 2.13.

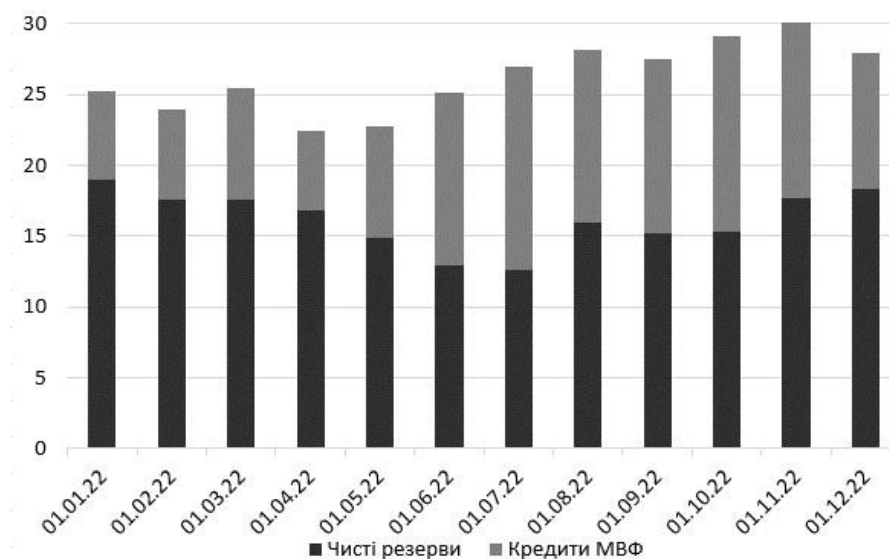


Рис. 2.13 Міжнародні резерви НБУ в 2022 році, млрд дол. США
Джерело: дані НБУ [64]

У 2022 році міжнародні резерви скоротилися на \$2,5 млрд, або на 7,9%, але залишилися на рівні на 3,9% вищому, ніж на початку повномасштабної війни. Зменшення рівня міжнародних резервів протягом звітнього року в основному зумовлене продажем на валютному ринку України 28,3 млрд. доларів США (в еквіваленті) для покриття різниці між пропозицією та потребою. Вплинули також платежі України з обслуговування та погашення державного боргу, зокрема перед МВФ, на загальну суму в еквіваленті 9,1 млрд доларів США.

У 2022 році основними джерелами поповнення запасів України були:

- зарахування міжнародного фінансування на рахунки Уряду України в Національному банку.
- купівля іноземної валюти на валютному ринку України.
- розміщення валютних облігацій Державної національної позики.

Основною метою управління міжнародними резервами було забезпечення оптимального співвідношення між рівнями безпеки, ліквідності та прибутковості. Цей коефіцієнт дозволяв Національному банку виконувати функції, визначені законодавством України [64].

У 2022 році Україна отримала безпрецедентну фінансову підтримку від міжнародних партнерів – приблизно \$32 млрд. США (див. рис. 2.8). Найбільшу допомогу надали США (\$12 млрд), Євросоюз (\$9,6 млрд), Канада (\$1,9 млрд) і МВФ (\$2,7 млрд). Ці валютні надходження дозволили профінансувати дефіцит бюджету, а також компенсувати значну частину валютних інтервенцій НБУ (\$25 млрд) для збалансування валютного ринку і, отже, підтримки фіксованого курсу гривні. . При цьому на обслуговування та погашення державного боргу уряд витратив 605 млрд грн, у тому числі 14% - зовнішній (у липні уряд домовився з кредиторами про відстрочку платежів).

Динаміку міжнародної фінансової допомоги з початку широкомасштабної війни ілюструє рис. 2.14.

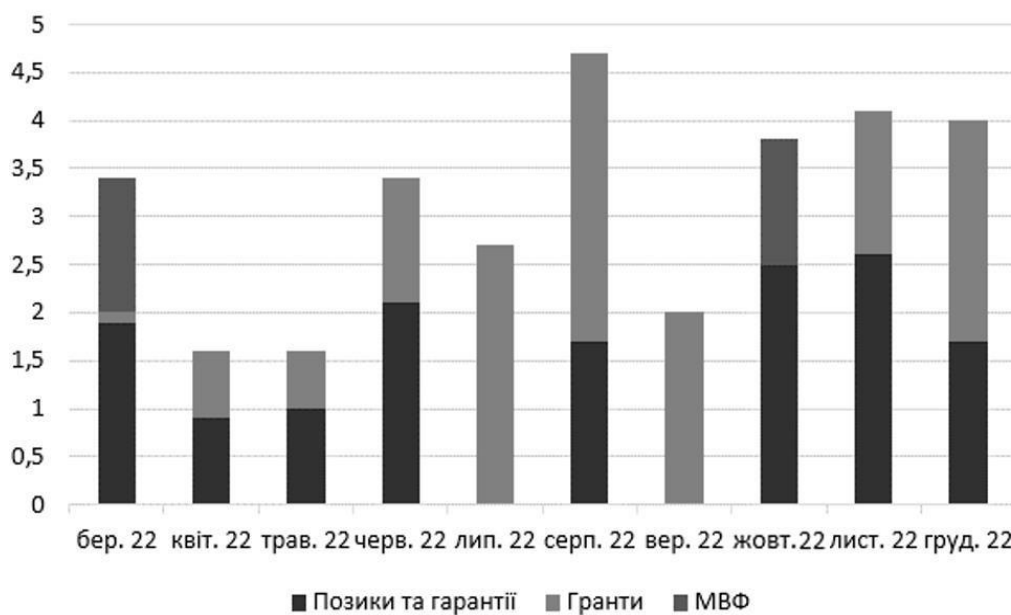


Рис. 2.14. Міжнародна фінансова допомога з початку повномасштабного вторгнення, у млрд. дол. США

Джерело: дані НБУ [64]

Міжнародні організації та країни-партнери пообіцяли й надалі виділяти значні кошти на зміцнення обороноздатності, підтримку української економіки та вирішення гуманітарних проблем. Зокрема, головні фінансові партнери України США та Євросоюз затвердили фінансову допомогу Україні у власних бюджетах.

У нинішніх складних умовах продовження співпраці з Міжнародним валютним фондом залишається «сигналом» для інших донорів. Так, у квітні 2022 року МВФ схвалив RFI (Rapid Financial Instrument) для України на суму \$1,4 млрд. для фінансування необхідних витрат і пом'якшення фінансового шоку, спричиненого війною. Разом із РФІ Світовий банк надав Україні фінансування на суму 700 млн дол. У жовтні Рада директорів Фонду затвердила другу щорічну програму екстреної фінансової підтримки (EFS). Загалом фінансова допомога від МВФ у 2022 році склала \$2,7 млрд, від Світового банку – \$1 млрд.

Станом на 17 травня 2023 року джерелами фінансування держбюджету є облігації військової позики, позики міжнародних фінансових організацій, а також двосторонні позики та гранти, деталізовані на рис. 2.15.

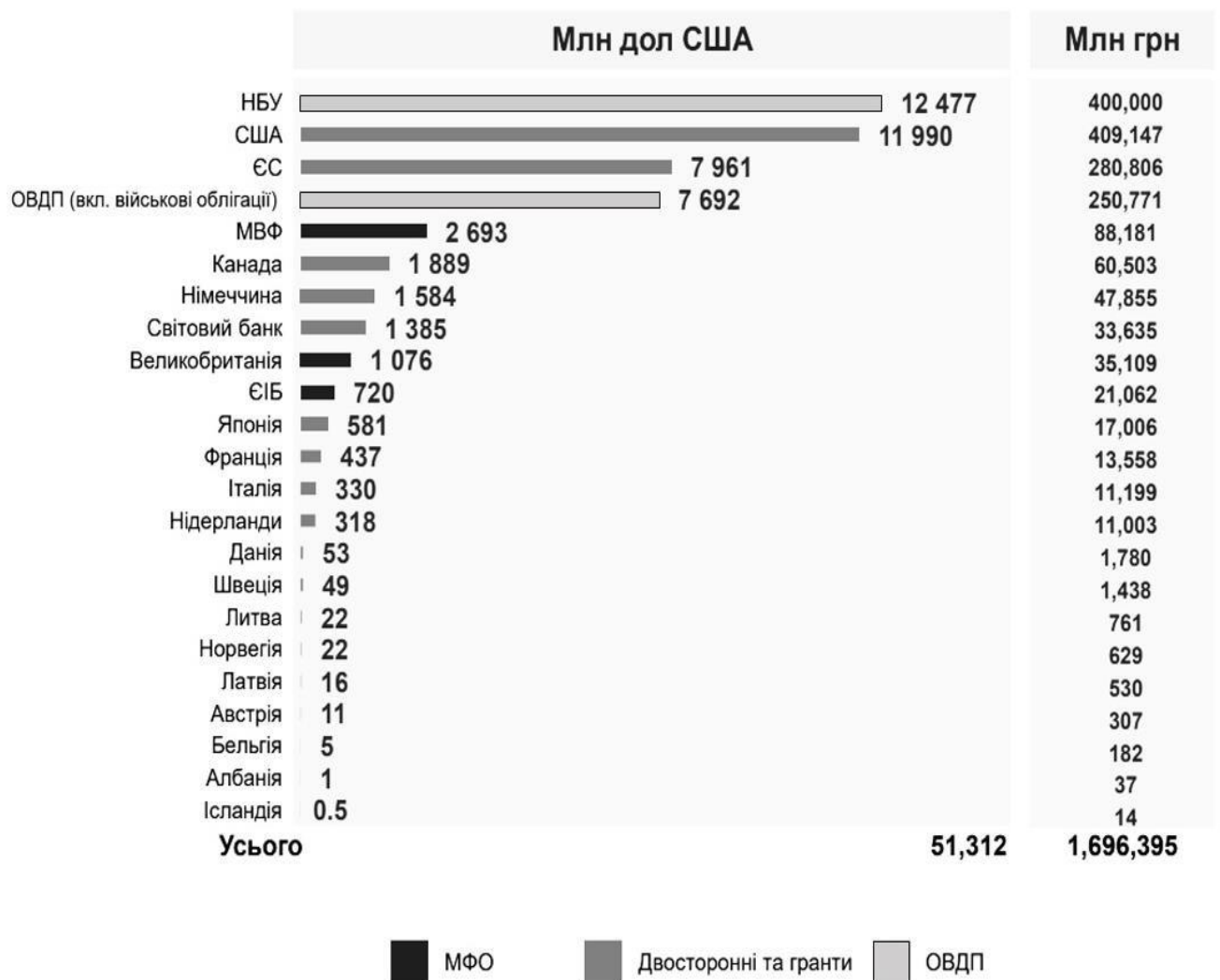


Рис. 2.15. Джерела допомоги на фінансування державного бюджету України станом на 30.12.2022 р.

Джерело: дані Міністерства фінансів України [69]

Загальний обсяг фінансування у 2023 році становить 23 млрд доларів США або 841,6 млрд гривень. Зокрема, з ЄС – 6,501 млн доларів, із внутрішніх державних запозичень (включаючи військові зобов'язання) – 6,136 млн доларів, із США – 4,750 млн доларів.

Загалом, аналізуючи макроекономічну ситуацію в Україні та дії Національного банку, можна виділити основні фактори посилення та уповільнення інфляції, які для більшої наочності наведено в табл. 2.2.

Таблиця 2.2

Фактори, що посилювали та сповільнювали інфляцію

Фактори, що посилювали інфляцію	Фактори, що гальмували інфляцію
- <i>Зростання виробничих і логістичних витрат.</i> Значний вплив на підвищення цін на продукти та послуги мали пошкодження інфраструктури та бізнес-активів, окупація частини територій, порушення ланцюгів поставок і виробництва, а також криза в енергетичному секторі тощо - <i>Монетарні фактори.</i> Монетарна трансмісія послабилася через обмеження руху капіталу та надлишок ліквідності в банківській системі - <i>Ціна енергоносіїв.</i> Високі ціни на нафту призвели до зростання цін на пальне та транспортні послуги, що вплинуло на споживчі ціни	- <i>Фіксований обмінний курс.</i> Монетарні інтервенції та контроль за рухом капіталу та валютними операціями обмежили зростання вартості товарів і послуг, інфляційні очікування та очікування обмінного курсу були стримані, а ризики фінансової дестабілізації зменшилися - <i>Адміністративні обмеження.</i> Інфляцію сповільнили мораторії на підвищення тарифів на державні послуги та послаблення податкового тиску на паливо - <i>Низький попит.</i> Через негативні наслідки війни скоротилося приватне споживання та зменшився споживчий попит на неперіоритетні товари та послуги

Джерело: складено автором за матеріалами НБУ [64]

2.3. Оцінка ефективності інструментів монетарної політики НБУ в умовах воєнного стану

Для виявлення та підтвердження гіпотез щодо ефективності використання Національним банком України інструментів та заходів монетарної політики необхідно звернутися до статистичного аналізу за допомогою економетричного моделювання. Аналіз та побудова моделі проводились за допомогою пакета EViews. Про це йдеться на офіційному сайті Національного банку України.

У цьому дослідженні предметом є взаємозв'язок таких факторів, як обмінний курс, пропозиція грошей, облікова ставка Національного банку та, зокрема, їхній вплив на інфляцію. Передбачається, що ефективними інструментами монетарної політики можуть служити валютний курс, грошова маса та облікова ставка. Тобто вивчатиметься валютний, процентний та монетарний канали впливу.

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

Модель була обрана через її переваги, які стосуються цього дослідження. Він дозволяє перевірити наявність і оцінити взаємовплив і взаємозв'язок різних економічних факторів. VAR моделі широко використовуються для прогнозування та аналізу впливу шоків на дестабілізаційні економічні процеси в багатьох сферах, як на макро-, так і на мікрорівнях. Також варто відзначити велику популярність моделі VAR у прогнозуванні монетарної трансмісії.

Для більш точної та коректної роботи модель була розроблена на місячних даних з січня 2002 року по лютий 2023 року, які також охоплюють період від початку широкомасштабного вторгнення в Україну (з 24 лютого 2022 року).

Дані містять такі змінні:

- CPI – індекс споживчих цін, споживча інфляція (порівняно з відповідним місяцем попереднього року), %. Використовується Національним банком України як основний показник споживчої інфляції. Дані взято з [29];
- KPR – Ключова ставка, облікова ставка НБУ, %. Використовується як основний інструмент Національного банку. Дані взято з [53];
- M2 – грошовий агрегат M2, у мільйонах гривень, включає готівку в обігу, переказні депозити в національній та іноземній валютах та інші депозити, використовується найчастіше в подібних дослідженнях. Дані взято з [27];
- EXR – курс, грн./дол. Дані взято з [27].

Індикатори підбираються за такою логікою:

- індекс споживчих цін відображає рівень споживчої інфляції, обраний в якості основного показника цінової стабільності;
- ключова процентна ставка НБУ, найважливіший інструмент грошово-кредитної політики. Він слугуватиме каналом впливу на інфляцію та вважається основним каналом трансмісійного механізму. Його дія полягає в тому, що зміна

процентних ставок призводить до зміни обсягів споживання, заощаджень та інвестицій, а отже, впливає на інфляцію;

- грошовий агрегат M2 відображає вплив монетарного каналу монетарної трансмісії. Згідно з численними дослідженнями, було підкреслено зв'язок між надмірним зростанням грошових агрегатів та інфляцією. Природно розглядати прискорення інфляції як наслідок надлишкової пропозиції грошей у міру досягнення певної рівноважної величини монетизації економіки. Вважається, що надмірний обіг грошей в економіці може призвести до зниження їх купівельної спроможності, а масштабна емісія спричиняє значну доларизацію економіки та руйнує довіру до монетарної політики.

- обмінний курс покаже вплив каналу обміну на інфляцію. Теоретично підвищення облікової процентної ставки може призвести до зростання доходності фінансових активів, виражених у національній валюті (наприклад, державних облігацій), особливо в умовах нерозвинутих фінансових ринків. Це може залучити фінансових інвесторів, що зміцнить курс. У свою чергу, це впливає на ціни імпортованих товарів для споживачів, знижується рівень інфляції та створюється ефект перенесення вартості змін обмінного курсу на ціни [8], [67], [73], [75].

За результатами аналізу моделі можна зробити такі висновки:

– Дуже суттєва залежність інфляції від курсу, майже 40%, ще менше інфляція залежить від грошової маси, на 15%, а найменше впливає облікова ставка, близько 1%, що несподівано. Проте варто зазначити, що вплив ставки дисконту дещо збільшується в наступні періоди, що свідчить про значне відставання впливу ставки на інфляцію;

- Найбільше валютний курс залежить від самого себе на 57%, на 29% від основної ставки і мало від грошового агрегату M2, 10%, вплив інфляції незначний;

– Вплив усіх факторів на облікову ставку незначний, але найбільший вплив мають обмінний курс – 19% та грошовий агрегат M2 – 15%. Вплив інфляції на грошову ставку невеликий;

– На грошовий агрегат М2 великий вплив має як сам агрегат, так і обмінний курс – на 37%, обліковий курс – на 25%. Вплив інфляції незначний.

Іншими словами, на інфляцію впливає не стільки обліковий курс чи пропозиція грошей, скільки обмінний курс. Це можна пояснити ефектом переверноту через високу залежність від імпорту та відкритості національної економіки.

Слід також сказати, що ефективність облікової ставки на інфляцію залежить від багатьох факторів, зокрема від довіри населення та бізнесу до Національного банку України. Останнім часом можна спостерігати посилення впливу цього засобу. Успіх залежить від узгодженості державної політики. Його ефективність сприяє досягненню цілей грошово-кредитної політики.

Що стосується прогнозів на майбутні періоди, то тут важливо уточнити, що передбачити економічні процеси у воєнний час досить складно, оскільки вони сильно залежать від ситуації на фронтах, окупації/деокупації територій, рівня виробництва окремих регіонів тощо. Тому до майбутніх прогнозів слід ставитися скептично, оскільки також важко передбачити наміри Національного банку України щодо регулювання певних напрямів грошово-кредитної політики за допомогою його інструментів.

Як видно з представлених прогнозів, до кінця року споживча інфляція поступово знижуватиметься, грошовий агрегат М2 зростатиме протягом усього прогнозного періоду. Згідно з цим прогнозом передбачається вихід з фіксованого курсу і зміна облікової ставки. Таким чином, курс різко зростає до 3-го кварталу, після чого ситуація на валютному ринку стабілізується. Що стосується облікової ставки, то вона має тенденцію до зниження до II кварталу 2023 року, але згодом очікується підвищення, що, найімовірніше, станеться, коли Національний банк України повернеться до курсу інфляційного таргетування.

Висновки до розділу 2.

Війна залишила відбиток на українській економіці: вона зруйнувала підприємства та критичну інфраструктуру, порушила логістичні ланцюги та постачання. У 2022 році споживча інфляція, а також інфляційні очікування бізнесу зросли. Інфляційний тиск посилюється зростанням виробничих і логістичних витрат, високими цінами на енергоносії та послабленням монетарної трансмісії. При цьому зростання інфляції стримували фіксований обмінний курс, адміністративні рішення тощо. Серед факторів, які формували очікування компаній щодо розвитку цін на їхні товари та послуги, найбільш впливовим був курс гривні та ціни на товари. Офіційний обмінний курс встановлювався НБУ з початку війни, і очікувалося різке зростання купівлі/продажу на спотовому ринку протягом шести місяців, після чого зростання сповільнилося.

З 12 квітня 2022 року грошово-кредитна політика підпорядкована «Основам формування грошово-кредитної політики на період воєнного стану», якими визначено нові умови її реалізації та змінено пріоритети. Таким чином, основними завданнями на сьогодні визначено забезпечення потреб обороноздатності держави, стабільне функціонування фінансово-банківської системи, а також безперебійне функціонування державної фінансової системи та критичної інфраструктури. Нацбанк також змінив коридор відсоткових ставок навколо облікової ставки на асиметричний: +2 с. п. (27% річних) за операціями рефінансування банків, — 5 ц. стор. (20% річних) за операціями з депозитними сертифікатами до запитання. Операції за ключовою ставкою здійснюватимуться в обмеженому обсязі та з прив'язкою до залучення банками строкових депозитів фізичних осіб. Такі заходи мають сприяти підвищенню привабливості гривневих активів, що дозволить більш активно пом'якшувати обмеження на валютному ринку, не загрожуючи стабільності обмінного курсу чи зниженню інфляції.

Проведений аналіз показав, що обмінний курс має істотний вплив на інфляцію, але облікова ставка не має істотного впливу, як і пропозиція грошей. Прогнози до кінця 2023 року свідчать про поступове зниження інфляції; курс,

якщо Нацбанк його опублікує, зросте; грошова маса M2 продовжуватиме зростати; ставка дисконту може коливатися від 20 до 30%. Однак важливе уточнення стосується непередбачуваності подій у військовій сфері, які суттєво впливають на національну макроекономічну ситуацію.

РОЗДІЛ 3

ПІДВИЩЕННЯ ЕФЕКТИВНОСТІ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ УКРАЇНИ В УМОВАХ ВОЄННОГО СТАНУ

3.1. Військові ризики та питання внутрішньої монетарної політики в Україні

У сучасній Україні існує значна кількість проблем у сфері грошово-кредитних відносин, які можна вирішити для прискорення реформування ринкової економіки. Ці проблеми безпосередньо залежать від важливих практичних завдань щодо вдосконалення механізму реалізації монетарної політики центрального банку та підвищення ефективності її інструментів із поступовим зміщенням акцентів у бік ринкових механізмів впливу.

До вже існуючих проблем у сфері валютних відносин з початком широкомасштабного вторгнення додалися ризики, безпосередньо пов'язані з війною. Вони впливають на ефективність монетарної політики як прямо, так і опосередковано, послаблюючи канали впливу монетарної трансмісії.

Загалом можна виділити кілька основних проблем, які заважають монетарній політиці досягти поставлених цілей. Таким чином, основними проблемами та ризиками можна визначити високу інфляцію, неефективність монетарної трансмісії, неузгодженість дій Національного банку України з діями уряду, жорстку монетарну політику та високі процентні ставки, а також низька інвестиційна активність бізнесу та держави.

Поширені проблеми сучасної грошово-кредитної політики та ризики, пов'язані з її застосуванням в умовах воєнного стану, описані в табл. 3.1.

Таблиця 3.1

Проблеми грошово-кредитної політики в умовах воєнного стану

Проблема	Сутність та причини
<i>Висока інфляція</i>	- Через немонетарний характер інфляції, спричинений воєнними факторами, зростанням витрат, девальвацією гривні та імпортом

	інфляції, інструменти монетарної політики не мали очікуваного впливу. – Банківські кредити та депозити залишаються низькими порівняно з іншими економічними процесами, що дозволяє нам мати неефективний канал процентного впливу. - Надлишок банківської ліквідності та відсутність потреби в додатковому фінансуванні з боку банків не стимулюють банки підвищувати депозитні ставки та залучати додаткові заощадження населення, що могло б переорієнтувати настрої споживачів
<i>Недієвість монетарної трансмісії</i>	- Кредитні та депозитні канали залишаються невеликими за обсягом, щоб мати помітний вплив на інвестиції та споживання в реальній економіці. - Банківська система є надмірно ліквідною, що робить її інертною до змін параметрів процентної політики. - Валютний канал залишається неефективним у забезпеченні надходження коштів від нерезидентів у національні цінні папери через високі військові ризики. - Очікування економічних суб'єктів є неринковими і здебільшого продиктовані вимогами безпеки, що знижує ефективність імпульсів щодо процентної політики
<i>Низька інвестиційна активність бізнесу та держави</i>	- Політика НБУ наразі спрямована виключно на досягнення інфляційних цілей, що негативно впливає на можливості кредитування бізнесу (відповідне підвищення процентних ставок для бізнесу до 20% обмежило доступність коштів). - Звуження сфери фінансового посередництва до надання переваги державним облігаціям та депозитним сертифікатам НБУ (через їх прибутковість та відсутність ризику) та зниження інвестиційної привабливості кредитів негативно впливають на виконання традиційних посередницьких функцій. – Нерозвиненість фондового ринку ускладнює залучення компаніями додаткових коштів
<i>Неузгодженість дій НБУ та Міністерства фінансів</i>	– Була проблема блокування ринку залучення національних державних позик. З огляду на інфляційні пріоритети, НБУ збільшив дисконтну ставку значно вище рівня інфляції (25%). Однак такий рівень відсоткових ставок не відповідав фіскальним можливостям уряду, доходи якого номінально та в реальному виразі скоротилися через падіння ВВП. У результаті банки зайняли вичікувальну позицію в надії на зростання ставок ОВДП і поступово скорочували обсяг свого портфеля. – Потреби уряду в додаткових гривневих кредитах були покриті за рахунок емісії НБУ. Загалом профінансовано близько 25% дефіциту державного бюджету (400 млрд грн). Проведення нового фінансування дефіцитної емісії бюджету суперечить діям НБУ у сфері грошово-кредитного регулювання, а саме підвищенню облікової ставки
<i>Жорстка монетарна політика та високі процентні ставки</i>	- Зростання відсоткових ставок в умовах низької монетарної трансмісії та переважання структурних шоків не дає антиінфляційного ефекту та спричиняє зниження ефективності фінансового посередництва, спотворює стимули банківської системи та гальмує економічне зростання.

	- Надто високі процентні ставки також спричиняють такі негативні явища, як: збільшення нерівності; підвищення рівня доларизації боргових цінних паперів; зростання ризиків стійкості боргу
--	--

Джерело: ситематизовано автором за [21], [33]

Основою інфляційних сплесків під час активних бойових дій є сукупність кількох факторів: падіння курсу, очікування девальвації та збільшення бюджетних видатків, які фінансуються за рахунок збільшення портфеля державних цінних паперів на балансі Національного банку . Ці чинники також впливають на процеси ціноутворення, особливо в секторі природних монополій, які формально відображають зміни складових індексу споживчих цін, на які, здається, монетарна політика не має прямого впливу [33].

Також серед причин прискорення інфляції за 2022 рік переважали немонетарні причини, зокрема безпосередньо пов'язані з війною, імпоротною інфляцією та світовим зростанням цін на енергоносії.

Наприклад, через війну були порушені ланцюги поставок, знищено виробничі потужності багатьох компаній, що збільшило потребу в імпорті (солі, оцту, інших харчових продуктів тощо), що спричинило додатковий тиск на обмінний курс і призвело до імпортувати інфляцію [20]. Крім того, вітчизняні виробники, які втратили обороти та ускладнили умови виробництва, повинні компенсувати ці втрати підвищенням цін на свою продукцію.

Військові конфлікти та структурні кризи загострюють проблему фінансового посередництва. Дефіцит ліквідності в державних фінансах і реальному секторі може супроводжуватися надлишком ліквідності в банківській системі. Це потребує перегляду не лише рівня жорсткості монетарних умов, а й оперативного дизайну монетарної політики та інструментів регулювання банківської ліквідності.

З початку широкомасштабного вторгнення зміна облікової ставки не мала суттєвого впливу на більшість факторів, що викликають інфляцію. Виявилося, що зміна облікової ставки не може вплинути ні на військовий дефіцит, ні на

відновлення зруйнованих підприємств, ні на зниження інфляції, пов'язаної з імпортом. Таким чином, коливання процентної ставки практично не вплинуло на попит на іноземну валюту та ціни на імпортні товари. Натомість тиск на обмінний курс був здебільшого зумовлений неринковими факторами, такими як міжнародна допомога та доступність зовнішніх ринків, на які облікова ставка не мала впливу.

Підвищення облікової ставки призвело до подорожчання обслуговування державного боргу, стрімкого зростання процентів Національного банку України за депозитними сертифікатами (що фактично є недоотриманням бюджету), а також перешкоджав кредитуванню реального сектору економіки поза державними програмами.

На думку сучасних дослідників, в умовах війни та неможливості забезпечити цінову стабільність безумовним пріоритетом НБУ має стати не підвищення «привабливості гривневих активів», а питання фінансування дефіциту бюджету і, як наслідок, проблеми державних фінансів. . борг. Повертаючись до цього, принципово важливе питання, яке має хвилювати Нацбанк, – це ціна обслуговування боргу, тобто ставка ОВДП. Враховуючи зростання потреби у борговому фінансуванні, НБУ має зробити все можливе, щоб ця ставка не зростала, а в ідеалі – знижувалася [23].

Окремою проблемою залишається нерозвиненість кредитно-депозитних ринків, невеликі обсяги яких мають помітний вплив на процеси інвестування та споживання в реальному секторі економіки, що може бути наслідком надмірного акценту Національного банку України на таргетуванні інфляції та фінансовій стабільності банків.

Під час війни виникли додаткові труднощі в процесах передачі. Нині продаж валюти з резервів виконує функцію вирівнювання грошової маси, а ліквідність створюється за рахунок широкомасштабного прямого фінансування дефіциту бюджету шляхом випуску спеціальних державних військових облігацій. Враховуючи різке скорочення попиту на кредити та накопичення значних резервів на поточних рахунках, банківська система опинилася в ситуації

надлишкової ліквідності з високим ризиком повторної доларизації, прихованого відтоку капіталу та чутливості до питань довіри. .

Через надлишок ліквідності українська банківська система не виявляє відчутної реакції на зміну параметрів процентної політики Національного банку. Водночас слабкий розвиток фондового ринку та високі ризики, пов'язані з військовим конфліктом, уповільнюють ефективність монетарного каналу залучення іноземних інвесторів до українських цінних паперів. Крім того, неринкові очікування економічних суб'єктів, які також залежать від вимог безпеки, знижують ефективність імпульсів процентної ставки [20].

Запорукою ефективного функціонування режиму інфляційного таргетування є розвиток фінансових ринків, яким наразі не можна похвалитися. Позики для економіки, які надає банківська система, є низькими та приймають заощадження за ставкою, нижчою від інфляції. Оскільки міжбанківський кредитний ринок має бути першою ланкою механізму монетарної трансмісії, важливо його активне функціонування, зокрема транзакції, які наразі не спостерігаються.

Прогноз ключової ставки Національного банку України також можна розглядати як аспект, що звужує простір для прийняття монетарних рішень, особливо зважаючи на погіршення точності макроекономічних прогнозів в умовах структурних шоків у фінансовій сфері та економіці в цілому.

Для зниження різноманітних ризиків важливо сформувати адаптивні інфляційні очікування населення та бізнесу, що відповідають змінам економічної ситуації. Ще незадовго до війни очікування мали імпульсивний, деструктивний та асиметричний характер, особливо в непрофесійному середовищі [39]. У сучасній економіці ринкові очікування щодо економічних суб'єктів формуються насамперед військовими та квазівійськовими чинниками, а не прогнозуванням ключової ставки, як мало б відбуватися в теорії. Майбутня публікація прогнозу облікової ставки НБУ до 2024 року посилила напругу на фінансових ринках, тривале збереження високих процентних ставок змусило учасників фінансового ринку зайняти вичікувальну позицію.

Якщо грошово-кредитна політика не може з об'єктивних причин вплинути на інфляцію, тоді її зусилля не повинні бути максимальними (підтримуючи політику процентної ставки занадто високою), оскільки такі дії шкодять економічному зростанню без очікуваних ефектів, ускладнюють відновлення монетарної трансмісії через реальну сектору. породжують ризики структурної інфляції.

Через низький попит на кредитні ресурси за очікуваними темпами банки скоротили кредитну підтримку економіки, що змусило Національний банк України збільшити підтримку емісії для поповнення дефіциту державного бюджету.

У 2022 році Національний банк України одночасно застосував і емісію валюти, і значне підвищення облікової ставки, які теоретично суперечать одне одному, оскільки підвищення ключової ставки повинно було зменшити надходження від емісії валюти, що мало негативний ефект . вплив на ефективність грошової трансмісії. Основними причинами такої реакції стали відповідне звуження фінансового посередництва банками, вичікувальна позиція учасників фінансового ринку та збільшення емісійних потреб військової економіки.

Зміни монетарних процесів у воєнний час суттєво ускладнили функціонування монетарного трансмісійного механізму, але це стосувалося вже не валютних резервів, а емісії, призначеної для фінансування дефіциту бюджету [33].

Оскільки у воєнний час деякі видатки не можна відтермінувати чи скоротити – йдеться в основному про видатки на оборону, – НБУ зобов'язаний фінансувати ці видатки за рахунок збільшення портфеля військових облігацій. Фінансуючи бюджет за рахунок емісії валюти, необхідність підтримувати фіксований обмінний курс шляхом монетарних інтервенцій виснажує ресурси Національного банку України та погіршує макроекономічну ситуацію в середньо- та довгостроковій перспективі.

3.2. Досвід Ізраїлю щодо застосування інструментів грошово-кредитної політики в умовах військових дій

Масштабне вторгнення Росії, мобілізація населення та економіки, значне збільшення витрат на державну оборону, необхідність підтримки стабільності грошового ринку та максимально можливого збереження соціального добробуту та економічних сил змушують нас шукати відповіді на складні питання в досвіді інших країн, яким також довелося пережити воєнний період. Історична практика показує, що цей досвід часто виявляється неважливим для України з різних причин, а сучасні виклики, які постають перед нашою державою, мають свій унікальний характер. Проте вивчення монетарної політики інших країн під час війни, а також інструментів, які вони використовували, і помилок, допущених у їх застосуванні, дає нам цінну інформацію та підтримку для подальших монетарних експериментів.

Сьогодні для України важливий досвід усіх країн, які вже вели і ведуть війну. Варто розглянути досвід Ізраїлю, а також роль його центрального банку в процесах економічного відновлення.

Держава Ізраїль була створена в 1948 році, як тільки сусідні арабські країни оголосили їй війну, військові конфлікти не вщухають і донині. Але саме через таку тривалу дію воєнного стану монетарна політика центробанку враховує відповідні ризики у звичайному режимі роботи (*business as usual*). Результати відповідного аналізу показують, що вплив грошей на мінливість виробництва значно зменшується в періоди виходу з кризи. Проте здається, що змінні не залежать безпосередньо від монетарних змін, а в основному пояснюються монетарною політикою та шоками зростання цін у короткостроковій та довгостроковій перспективі [1, с. 26].

Під час безперервних військових конфліктів Ізраїль був змушений постійно фінансувати свою економіку. Проте між 1950-ми і 1960-ми роками інфляція залишалася відносно низькою: менше 10% у середині 1960-х і близько 20% на початку 1970-х. Значне зростання інфляції відбулося з середини 1970-х

років, після введення вільного обмінного курсу. Між 1974 і 1977 роками інфляція зросла до 40% на рік, з 1978 по 1980 рік – до 100%, а з 1981 по 1985 рік – до 250% на рік, як показано на рис. 3.1.

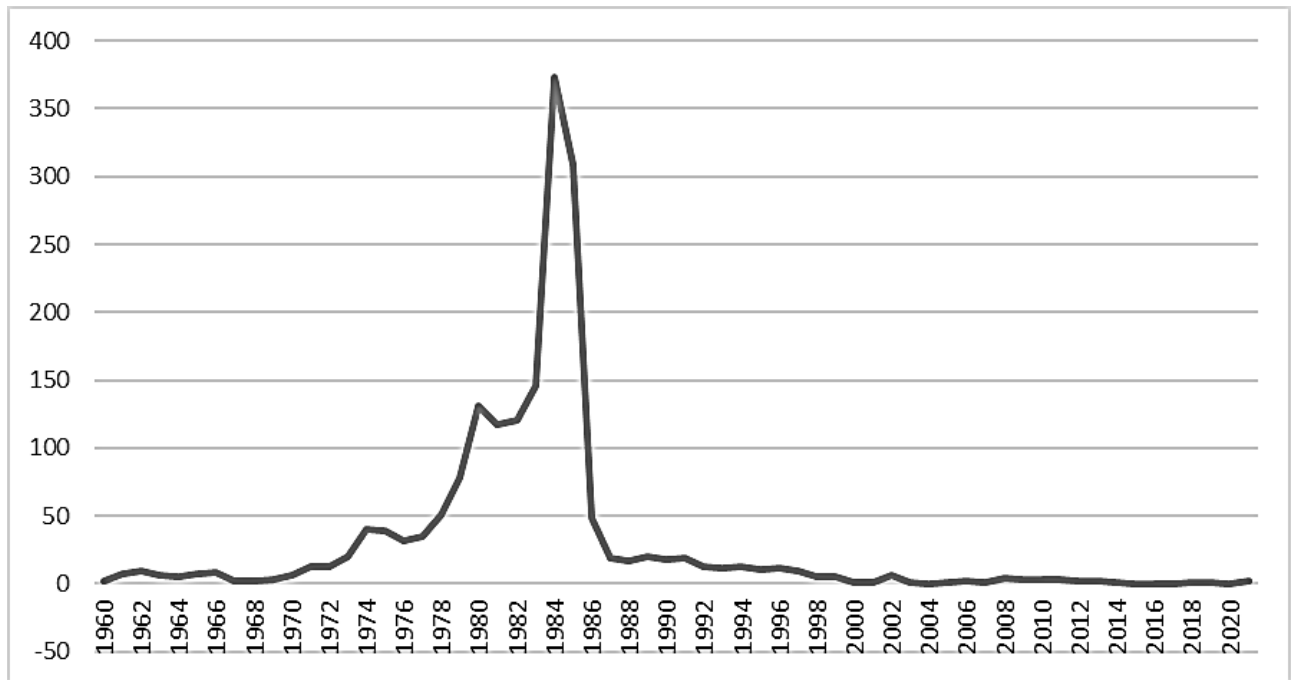


Рис. 3.1. Динаміка рівня інфляції Ізраїлю, %.

Джерело: дані Світового банку [29]

Перехід до формування вільного валютного курсу з постійним дефіцитом бюджету не зміг стабілізувати обмінний курс на ринковому рівні, що поступово призвело до дестабілізації ізраїльської економіки та зрештою спричинило фінансову кризу.

Через інтенсивне фіскальне фінансування ізраїльська економіка була надзвичайно перегріта. За оцінками МВФ, розрив між реальним і потенційним ВВП на початку 80-х років сягав 40%. Рівень безробіття становив лише 4-5%. Реальні відсоткові ставки залишалися позитивними, але цього було недостатньо для стримування інфляції. Іншими словами, державні витрати прискорили зростання ВВП, а зростання ВВП збільшило інфляцію. Водночас гнучка система обмінного курсу сприяла девальвації та подальшому зростанню інфляції через феномен «кризи самовиправданих очікувань» [22].

Основним драйвером зростання ВВП стали значні державні витрати. У 1985 році рівень державних витрат в економіці Ізраїлю перевищив 75% ВВП, а дефіцит бюджету становив у середньому 14% ВВП.

Ринок внутрішніх позик був в основному орієнтований на уряд, причому близько 65% внутрішніх позик становили державні облігації. Центральний банк надавав позики безпосередньо уряду та підтримував низькі процентні ставки для сприяння зайнятості. Реальні відсоткові ставки за державними запозиченнями залишаються позитивними, але завжди нижчими за ставку реального ВВП.

Після виборів 1984 року новий ізраїльський уряд представив програму стабілізації економіки, розроблену групою економістів на чолі з паном Бруно.

У 1985 році Ізраїль реалізував програму стабілізації, яка виявилася переломною та сприяла економічній стабільності та розвитку країни. Ця програма включала поправки до закону про центральний банк (недрукований закон), які зміцнювали незалежність центрального банку, визначали пріоритетну мету грошово-кредитної політики - забезпечення цінової стабільності, а також забороняли фінансування дефіциту бюджету шляхом грошової емісії (крім короткострокових «готівкових» державних позик протягом фінансового року). З 1985 року було встановлено фіксований обмінний курс, який діяв протягом 15 років. Пізніше, наприкінці 1990-х років, замість фіксованого курсу була запроваджена система таргетування інфляції. Довгострокова перспектива полягала в плануванні повернення до плаваючих обмінних курсів протягом 20 років, поступово розширюючи допустимі коливання.

Програма була успішно реалізована завдяки значній фінансовій підтримці з боку Сполучених Штатів, яка на той час становила приблизно 3,6 мільярда доларів у формі грантів і позик у 1985-1986 роках. Спільні зусилля уряду та центрального банку знизили інфляцію з 480% до 18% на річній основі протягом періоду 1985-1986. Уже в 1986 році державний бюджет був дефіцитним.

Протягом періоду стабілізації рівень державних витрат відносно ВВП поступово знижувався з 70% на початку 1980-х років до 55% у 1998 році та 43% у 2021 році. Це призвело до позитивних результатів, таких як зниження інфляції

до прийнятного рівня лише за 20 років. 5 років, збільшення реального ВВП і скорочення дефіциту бюджету. Проте рівень безробіття зріс до 10%.

Уряд Ізраїлю приділяє особливу увагу інноваційному розвитку економіки. У середині 1980-х років на базі військово-державного співробітництва була створена індустрія венчурного капіталу. Ізраїльська армія відіграла ключову роль у підготовці кадрів для технологічного сектора, а уряд створив систему фінансування венчурного капіталу для інноваційних стартапів, зокрема для залучення іноземних інвесторів. Особливо слід відзначити програму підтримки технологічних інновацій Yozma, яка передбачала до 50% державної підтримки для фінансування інвестиційних проектів.

На практиці Держава Ізраїль завжди готова протистояти можливим збройним конфліктам, що впливає на економічну політику країни. Проте за десятиліття під час різних конфліктів різного ступеня напруженості уряд Ізраїлю адаптувався до складних умов і продовжує успішно діяти навіть у періоди ескалації. Важливу роль у цьому відіграє значна зовнішня допомога, яку отримує Ізраїль. Наприклад, раніше, під час війни Судного дня в жовтні 1973 року та в наступні місяці, Ізраїль отримав великі гранти та позики від Сполучених Штатів Америки на загальну суму приблизно 12 мільярдів доларів (у цінах 2022 року) і 5,5 млрд дол. від єврейської діаспори по всьому світу готівкою [2].

Таким чином, за три місяці з початку апокаліптичної війни Ізраїль отримав загалом 17,5 млрд доларів фінансової підтримки. Це значно зменшило потребу в спеціальних монетарних заходах з боку Центрального банку Ізраїлю для підтримки грошово-кредитної та фінансової системи у важкі часи. Оскільки мобілізовано 15 відсотків робочої сили країни, зовнішня фінансова підтримка стала основною опорою, яка полегшила економічний тягар Ізраїлю. Ізраїльський досвід підтверджує важливість іноземних фінансових інвестицій, які дозволяють зберегти стабільність навіть у разі військового конфлікту. Для України також важливо зберегти та розширити зовнішню підтримку, особливо фінансову, яка допоможе зменшити тиск на нашу грошово-кредитну систему.

Ізраїль вийшов переможцем із війни на виснаження. Під час конфлікту Центробанк Ізраїлю зосереджувався не на інфляційних ризиках, а на підтримці економіки. Спрямування додаткових грошових ресурсів на виробництво та робочі місця забезпечило основу довгострокової стабільності економічної системи. Уроки світової практики можуть бути кориснішими для України, ціннішими за класичні рекомендації, призначені для мирного часу.

В Україні війна набуває форми війни на виснаження. Перемога в такому конфлікті вимагає повної мобілізації виробничих і оперативних ресурсів економіки. Ізраїль протягом всієї війни проводив стимулюючу монетарну та фіскальну політику, що може слугувати прикладом для України.

Проте варто пам'ятати, що умови української економіки дещо відрізняються від тих, в яких існував Ізраїль. Ось деякі з цих відмінностей:

- В Україні немає перегріву економіки, навпаки, реальний і номінальний ВВП зменшуються, а рівень безробіття сягає майже 30% працездатного населення.
- Основні фактори інфляції в Україні пов'язані не з додатковим попитом, а зі зростанням витрат.
- В Україні вже зафіксований обмінний курс, що не призводить до подальшого зростання інфляції.

Досвід Ізраїлю також підкреслює важливість іноземних фінансових надходжень, які допомагають підтримувати стабільність навіть під час війни. Важливим завданням для України є збереження та збільшення зовнішньої підтримки, в тому числі фінансової, що сприятиме зниженню тиску на грошово-кредитну систему.

3.3. Напрями удосконалення грошово-кредитної політики України

Міжнародний та національний досвід показує, що інструменти грошово-кредитної політики в мирний час і ті, які використовуються у воєнний час,

відрізняються. Порушення трансмісійного механізму через вплив непередбачуваних факторів, пов'язаних з веденням військових дій, і загострення проблем, які вже існують у монетарній сфері, не дозволяють центральному банку ефективно використовувати свої звичні інструменти. Також необхідно враховувати особливості економічної ситуації в країні.

Наприклад, варто пам'ятати, що підвищення процентних ставок ефективно зменшує інфляційні процеси лише в ситуації перегріву економіки, оскільки дозволяє перерозподіл «надлишкових» доходів на цілі споживання та інвестування на цілі заощаджень. Проте в умовах української економіки, яка працює значно нижче своїх можливостей, «надлишкові» доходи, такі як заробітна плата та прибуток, просто не формуються. Тому підвищення процентних ставок не знаходить свого реципієнта, трансмісія не працює і антиінфляційний ефект не відбувається [20].

Процентні ставки за державними запозиченнями повинні відповідати темпам реального ВВП і мати адекватний зв'язок з процентними ставками за позиками для бізнесу. В Ізраїлі, наприклад, між 1986 і 1989 роками процентні ставки за державними позиками становили 2,5% на рік, а середньорічне зростання реального ВВП становило 3,7%. Це дозволило уряду ефективно провести реформи, створити сприятливі умови для бізнесу, надати пільгове кредитування стратегічно важливих галузей економіки, зберегти фінансову стабільність держави. При цьому реальні процентні ставки за банківськими кредитами бізнесу становили близько 30% річних.

Тобто облікова ставка Національного банку України може бути знижена до рівня, прив'язаного до інфляційних очікувань, але з попереднім аналізом наслідків для кредитування. Програма рефінансування банків, яка інвестує отримані кошти в нові кредити, сприятиме пожвавленню економіки та підвищенню попиту з боку населення та бізнесу. Національний банк України має вжити заходів щодо обмеження цін на фінансові продукти. Варто переглянути підходи до встановлення розумної облікової ставки центрального банку. Необхідно враховувати очікуваний ефект від перегляду курсу не лише для

стримування інфляції, а й для пожвавлення економічної активності бізнесу. Крім того, рішення про зміну облікової ставки мало бути прийняте з урахуванням думок сторін, не пов'язаних безпосередньо з центральним банком. Поширеною практикою є участь експертів у сфері монетарної політики у прийнятті відповідних рішень [11].

Економічна та фінансова стабільність в умовах війни може постраждати від формування гнучкого валютного курсу. Тому Україні не варто поспішати із запровадженням гнучкого обмінного курсу. Несвоєчасне зняття грошових обмежень, зокрема для фізичних осіб, може призвести до масштабних зловживань, наприклад, використання курсової різниці. Прикладом таких зловживань є «картковий туризм», який змусив Нацбанк ввести жорсткіші обмеження на операції в іноземній валюті. Тому, перш ніж послаблювати монетарні обмеження, регулятор повинен докласти додаткових зусиль для зменшення різниці між офіційними курсами та курсами спот.

У періоди кризового розвитку економіки центральні банки провідних країн світу застосовують практику змін у монетарній політиці, спрямованих на цілеспрямовану підтримку фінансово-кредитного посередництва банків. Це означає запровадження та зміцнення монетарних інструментів, спрямованих на забезпечення пільгового рефінансування банківських кредитів (на прикладі таких моделей як TLTRO в ЄС), співпрацю з урядом у структурних та програмах підтримки кредитування економіки, а також придбання фінансових активів та інші заходи. Одним із подібних інструментів може бути спеціальний (індикативний, цільовий) випуск НБУ – фінансування пріоритетних проектів економічного розвитку. Це питання має бути спрямоване на рефінансування кредитів, наданих банками компаніям та установам, проекти яких відповідають заздалегідь визначеним критеріям [4, с. 381].

Набір інструментів стабілізаційної монетарної політики сучасного центрального банку включає регулювання рівня процентів за кредитами, реалізацію програм викупу державних і приватних активів, використання інструментів стимулювання кредитної активності банків, а також послаблення

вимог до фінансового регулювання кредитна діяльність. Хороший кредитний обіг відновить і «перезавантажить» інші інструменти фінансування розвитку. Це необхідно як для нормалізації обігу кредитних ресурсів, так і для захисту фінансової системи від надмірної волатильності [5, с. 72]. Ефективність грошово-кредитної політики в умовах кризи залежить від того, наскільки її заходи сприяють активізації грошового обігу в критичних секторах реальної економіки та державних фінансів, а не навпаки.

На основі проведених досліджень можна запропонувати наступні рекомендації щодо підвищення ефективності грошово-кредитної політики Національного банку України в умовах воєнного стану:

- Змінити напрямок монетарної політики з суто інфляційних цілей на більш глобальні цілі. Оскільки в умовах війни сучасна інфляція піддається більшим змінам під впливом немонетарних факторів, традиційні заходи Національного банку України не можуть дати бажаного ефекту в питаннях контролю її рівня. У цьому контексті раціональною стратегією було б зосередитися не лише на звичайних інструментах, наприклад, дисконтній ставці, але й сприяти кредитуванню з іншими інструментами для покращення функціонування інших каналів передачі.

- Прогресивне і зважене зниження ставки дисконту. Це дозволить ефективно використовувати ресурси національної накопичувальної та банківської системи, стимулювати бізнес до активної комерційної діяльності та кредитування. Нині висока вартість кредитних ресурсів для бізнесу гальмує грошовий обіг в економіці та знижує ефективність передачі імпульсів у банківській системі.

- Розвиток фінансового посередництва для підвищення ефективності грошової трансмісії. В умовах структурних змін напряму вплинути на інфляцію звичайними інструментами важко, а досвід розвинутих країн показує, що для покращення передачі сигналів необхідно розвивати фінансове посередництво. ЦБ може вжити таких заходів, як запровадження цільового пільгового рефінансування банківських кредитів на пріоритетні проекти або запровадження

залежності банківської винагороди від рівня обов'язкових резервних фондів Національного банку України (це зменшить непродуктивне накопичення надлишкових коштів) тощо.

- Продовження збереження режиму фіксованого валютного курсу та обмежень на виведення капіталу з країни. Наразі про відмову від фіксованого курсу говорити зарано, оскільки все ще переважають неринкові фактори попиту та пропозиції на іноземну валюту. Запровадження фіксованого обмінного курсу з початку широкомасштабного вторгнення показало, що цей режим є більш оптимальним для монетарного регулювання в нинішніх умовах України. Фіксований валютний курс усуває надмірну волатильність ринку, яка відволікає фінансові ресурси та час комерційних структур від вирішення нагальних потреб військової економіки.

- Координація дій Національного банку та Мінфіну. Державна політика щодо грошового обігу має бути узгоджена між усіма державними установами. Тому дії, протилежні за своїм економічним змістом, знижують ефективність вжитих заходів, що відображається на загальній макроекономічній ситуації в країні (наприклад, одночасне підвищення облікової ставки і, одночасно, фінансування бюджетної емісії).

- Залучити більше міжнародної допомоги та створити привабливий інвестиційний клімат. Належна участь національних державних інституцій в отриманні та розподілі міжнародної допомоги та інвестицій дозволить повніше врахувати національні інтереси, зокрема в частині відбудови промислового потенціалу та стимулювання інноваційного розвитку країни. Ще одним завданням є покращення інвестиційного клімату в країні, насамперед через реформи судової та правоохоронної системи. Прозора та справедлива судова система залучає іноземний приватний капітал, що сприятиме поступовому переходу економіки до ринкових умов функціонування та створенню багатопрофільного конкурентоспроможного приватного сектору.

Збалансована монетарна політика, орієнтована на загальні цілі та активізацію бізнес-процесів, дозволить більш ефективно розподіляти кошти у сферах гострої потреби економіки, тим самим допомагаючи країні у важкі часи.

Висновки до розділу 3.

Війна приносить нові ризики та виявляє глибші проблеми, які перешкоджають ефективності грошово-кредитної політики у сфері цінової стабільності. Для ефективної протидії інфляції необхідно розуміти її природу. Оскільки сьогодні інфляція визначається переважно немонетарними чинниками, підвищення облікової ставки Національним банком України не має такого значного антиінфляційного ефекту, як у мирний час. Крім того, на інвестиції та споживання в реальній економіці негативно впливає нерозвиненість ринків кредитів і депозитів. Надмірна ліквідність банківської системи робить її нечутливою до процентної політики, обмеженість функціонування фінансового посередництва та нерозвиненість фондового ринку негативно впливають на комерційну та інвестиційну діяльність, а також на виконання функцій традиційного посередництва, внаслідок чого ми маємо послаблену монетарну систему. спосіб передавання. Дії уряду та Національного банку певною мірою можна розглядати як протилежні, що перешкоджають швидкому досягненню цілей монетарної політики.

Досвід проведення грошово-кредитної політики зарубіжних країн може бути корисним для України, оскільки враховує конкретні умови, зокрема воєнний період. Ізраїль є прикладом країни, де центральний банк зосередився на підтримці економіки, а не на управлінні інфляційними ризиками під час війни на виснаження. Вливаючи додаткові кошти у виробництво та створюючи робочі місця, було закладено основи для довгострокової стійкості економічної системи. Враховуючи подібний характер війни в Україні, яка потребує повної мобілізації виробничих і оперативних ресурсів економіки, такі приклади також можуть бути корисними для досягнення перемоги на економічному фронті.

У цьому контексті одним із основних напрямків підвищення ефективності монетарної політики є розвиток фінансового посередництва, що сприятиме монетарній трансмісії та спроможності центрального банку протидіяти структурній інфляції. Розвиток фінансових ринків кредиту та державних облігацій сприятиме активному обігу грошей в економіці, що відповідає цілям центрального банку та уряду. Крім того, варто відзначити важливість підтримки фіксованого обмінного курсу, доки макроекономічна ситуація значно не покращиться та не буде досягнуто фінансової стабільності. Крім того, при проведенні монетарної політики дуже важливою є координація дій Національного банку та уряду та залучення більшої міжнародної допомоги з поступовим покращенням інвестиційного клімату через реформи, спрямовані на вдосконалення правової бази для бізнесу та захисту власності прав. .

ВИСНОВКИ

За свою історію Україна пережила чимало економічних та соціально-політичних криз, але нинішня війна з небувалою жорстокістю та підступністю вдарила по всіх сферах економічного життя держави. Національна фінансова система витримала виклики перших потрясінь, Національний банк відповів на них монетарною політикою, адаптованою до воєнного часу, завдяки чому ми спостерігаємо поступове покращення макроекономічної ситуації, але боротьба за незалежність України, в т.ч. економічно, продовжується. Тому видається дуже важливим продовжувати використовувати ефективні інструменти монетарної політики, враховуючи особливості та загрози воєнного часу.

На підставі проведених досліджень було зроблено наступні висновки:

1. У науковому середовищі не існує єдиного визначення терміну «грошово-кредитна політика». Більш системне визначення повинно містити конкретизацію його предмета, об'єкта та мети. Таким чином, грошово-кредитна політика є складовою загальної економічної політики, яку здійснює держава через центральний банк з метою забезпечення економічного зростання, підвищення добробуту населення, стабільності грошової одиниці тощо шляхом впливу на пропозицію і ціни на товари. гроші та інші інструменти, а також регулювання грошово-кредитних відносин між банками та іншими суб'єктами господарювання.

2. Існує чотири типи режимів монетарної політики: монетарний режим, монетарний режим, режим таргетування інфляції та змішаний режим. За режиму інфляційного таргетування визначається інфляційна ціль, досягненню якої сприяє використання основного інструменту – облікової ставки. Валютне таргетування забезпечує стабільність номінального обмінного курсу щодо валюти країни-прив'язки, при цьому основними інструментами є зміна процентних ставок і монетарні інтервенції. Монетарне таргетування спрямоване на підтримання певної кількості грошей в обігу та забезпечення стабільного попиту на гроші з боку суспільства. Змішаний має характеристики кількох

режимів одночасно. Розрізняють два основних типи грошово-кредитної політики залежно від напрямку та темпів зміни процентних ставок і пропозиції грошей: експансіоністську та обмежувальну. Експансіоністська політика спрямована на стимулювання кредитної емісії, пожвавлення ділової активності та подолання спаду виробництва, а рестриктивна спрямована на скорочення грошової маси, згладжування коливань ділового циклу та боротьбу з інфляцією.

3. Грошово-кредитна політика впливає на об'єкт свого впливу, передаючи по каналах імпульси задіяних інструментів до обраних економічних змінних. В основному їх чотири: канал процентної ставки, канал валюти, канал кредиту та канал очікування. Що стосується інструментів, то їх перелік в Україні визначається законом «Про Національний банк України», загалом основними інструментами є обов'язкові резерви для банків, процентна політика, рефінансування банків, валютні інтервенції, операції з цінними паперами, випуск боргові цінні папери тощо. Кожен інструмент має свої переваги, недоліки та особливості використання, які залежать від контексту. Наприклад, в умовах війни чи кризи монетарна трансмісія може бути менш ефективною, змушуючи центральний банк адаптувати свою монетарну політику та використання своїх інструментів відповідно до особливостей конкретних соціально-економічних умов.

4. З початком широкомасштабного вторгнення Національний банк України запровадив «Основи грошово-кредитної політики в умовах воєнного стану», якими прописані зміни щодо реалізації грошово-кредитної політики. Наприклад, ключовим завданням є вже не інфляційний ціль, а підтримка стабільної фінансової системи, що забезпечує оборонні потреби держави. Одним із основних заходів була фіксація валютного курсу та адміністративні обмеження на виведення капіталу з країни. Крім того, НБУ змінив коридор процентних ставок, з 7 квітня 2023 року він є асиметричним, що має підвищити привабливість строкових заощаджень у гривні, а також посилити конкуренцію вкладників, адже лише банки, які активно залучали та будуть продовжувати

залучати гривню від громадян, ми отримаємо кращу прибутковість депозитів сертифікатів терміном обігу від трьох місяців.

5. Огляд макроекономічної ситуації в Україні виявив очікуване погіршення ключових показників монетарної політики. Таким чином споживча інфляція у 2022 році зросла, наприкінці року стабілізувалася, а на початку 2023 року знизилася навіть більше, ніж прогнозував НБУ. За останній рік інфляційний тиск посилювався через виробничі та логістичні втрати та високі ціни на енергоносії. Серед факторів, які сповільнили зростання інфляції, можна виділити основні: фіксований обмінний курс, адміністративні рішення Національного банку України та зниження попиту на неперіоритетні цінні товари. Факторами, що сприяли прискоренню інфляції, були: зростання виробничих і логістичних витрат, монетарні чинники, зокрема надлишок банківської ліквідності, що послабило дію процентного каналу впливу, та ціни на енергоносії, що вплинуло на споживчі ціни.

6. У зв'язку з воєнним станом виникають нові ризики та глибші проблеми, які уповільнюють ефективність монетарної політики щодо забезпечення цінової стабільності. Для боротьби з інфляцією важливо розуміти її природу. Таким чином, зменшення впливу підвищення облікової ставки можна пояснити тим, що зараз інфляцію визначають немонетарні фактори. Імпульси зміни ключової процентної ставки слабо передаються фінансовим ринкам і практично не впливають на ціни на товарних ринках через низький обсяг кредитних і депозитних каналів. Як наслідок, відсутній відчутний вплив на процеси інвестицій та споживання в реальній економіці. Банківська система залишається надмірно ліквідною, що робить її інертною до змін параметрів процентної політики, а валютний канал залишається неефективним у забезпеченні припливу коштів нерезидентів у внутрішні цінні папери через високі воєнні ризики. Крім того, очікування економічних суб'єктів залишаються неринковими, вони здебільшого продиктовані вимогами безпеки, що знижує ефективність імпульсів щодо процентної політики.

7. Україна може використовувати рецепти з конкретних світових практик, щоб успішно подолати складні умови воєнного стану, особливо за прикладом Ізраїлю, який зосередився на підтримці економіки під час війни, спрямувавши додаткові грошові ресурси на виробництва та робочі місця. Основними ефективними заходами були фіксація обмінного курсу та збільшення зовнішньої підтримки. Україна має мобілізувати свої виробничі та трудові ресурси для забезпечення довгострокової стабільності економічної системи під час війни.

8. Для підвищення ефективності грошово-кредитної політики та подолання існуючих проблем у цій ситуації важливим напрямком є розвиток фінансового посередництва. Це допоможе забезпечити монетарну трансмісію, зокрема через встановлені процентні та кредитні канали, і збільшить спроможність центрального банку подолати структурну інфляцію. Розвиток фінансових ринків кредиту та державних облігацій стимулюватиме продуктивний обіг грошей в економіці, що відповідатиме цілям як центрального банку, так і уряду. Той факт, що фіксований обмінний курс був одним із головних факторів стримування інфляції, а також не дуже позитивний досвід Ізраїлю щодо переходу на гнучкий обмінний курс у період кризи дозволяє стверджувати, що Україні не варто поспішати з переходом на гнучкий обмінний курс. швидкість. плаваючий обмінний курс, але обліковий курс можна поступово знижувати для стимулювання ділової активності в країні. Також важливою є координація дій Національного банку та уряду при реалізації монетарної політики, а також залучення міжнародної допомоги для поступового покращення інвестиційного клімату через реформи, спрямовані на покращення правової бази для бізнесу та захисту прав власності.

СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ

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

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

21. Данилишин Б. М. Підсумки 2022 року та завдання на 2023. Економічна правда. URL: <https://www.epravda.com.ua/columns/2022/12/28/695523/>
22. Данилишин Б. М. Про досвід Ізраїлю під час Війни на виснаження (1967-1970). URL: https://lb.ua/blog/bogdan_danylysyn/547260_pro_dosvid_izrayilyu_pid_chas_viyini.html
23. Данилишин Б. М. Центральні банки в період криз: тактика і стратегія дій. Економічна правда. URL: <https://www.epravda.com.ua/columns/2023/02/20/697221/>
24. Данилишин Б. М. Як досвід Ізраїлю може допомогти у відновленні економіки України. URL: <https://www.rbc.ua/rus/news/k-dosvid-izrayilyu-mozhe-domogti-vidnovlenni-1676462289.html>
25. Дмитренко Ю. М. Фінансово-правові засади проведення Національним банком України грошово-кредитної політики. Публічне право. 2012. № 4 (8). С. 107-114.
26. Долан Е. Дж., Кэмпбелл К. Д., Кэмпбелл Р. Дж. Гроші, банківська справа та грошово-кредитна політика. 1994.
27. Економічні та фінансові показники України. Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sdds>
28. Закутня А., Плачинда В. Чи існує ідеальний рецепт антикризової політики в умовах війни? URL: <https://zn.ua/ukr/macrolevel/chi-isnuje-idealnij-retsept-antikrizovoji-politiki-v-umovakh-vijni.html>
29. Індекс споживчих цін Ізраїля. Світовий банк. URL: <https://data.worldbank.org/indicator/FP.CPI.TOTL.ZG?locations=IL>
30. Індекс споживчих цін. Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/macro-indicators>
31. Інфляційний звіт за січень 2023 року. Національний банк України. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/IR_2023-Q1.pdf?v=4
32. Коваленко Д. І., Венгер В. В. Фінанси, гроші та кредит: теорія і практика: Навч. посібник. Київ: Центр учбової літератури, 2013. – 578 с.

33. Козюк В. В. Повоєнне таргетування інфляції: ключові виклики. Економіка України. 2022. № 10. С. 15—34. DOI: <https://doi.org/10.15407/economyukr.2022.10.015>
34. Козюк В. В. Центральний банк та грошово-кредитна політика. Тернопіль: Джура, 1999. 260 с.
35. Колодізєв О. М. Формування багаторівневої системи показників фінансування інноваційної діяльності. Актуальні проблеми економіки. 2013. № 8 (146). С. 83-91.
36. Колодізєв О. М. Формування монетарної політики національного банку в контексті забезпечення сталого розвитку економіки України: Монографія. Харків: ІНЖЕК, 2015. 325 с.
37. Конституційний Договір між Верховною Радою України та Президентом України про основні засади організації та функціонування державної влади і місцевого самоврядування в Україні на період до прийняття нової Конституції України від 08.06.1995 № 1к/95-ВР. URL: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/1%D0%BA/95-%D0%B2%D1%80>
38. Конституція України: Закон України від 28.06.1996 № 254к/96-ВР. URL: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/254%D0%BA/96-%D0%B2%D1%80>
39. Корнєєв В. В. Мікст і соло у грошово-кредитній політиці. URL: https://zn.ua/ukr/macrolevel/mikst-i-solo-u-groshovo-kreditniy-politici-332165_.html
40. Корнєєва Ю. В. Особливості системи грошово-кредитного регулювання на теренах СНД у процесі переходу до ринкової економіки. Економічний аналіз. 2013 рік. том 13. С. 79—87.
41. Кужелєв М. О., Кужелєва Г. О. Становлення і розвиток монетарної політики Національного банку України. Економіка і організація управління. 2013. № 1 (15) – 2 (16). С. 27. URL: <https://jeou.donnu.edu.ua/article/view/2968>
42. Лисенко Р. С. Монетарний трансмісійний механізм в Україні. Аналіз дії трансмісійного механізму грошово-кредитної. Вісник НБУ. 2007. № 11. С. 18—24.

43. Любунь О. С. Національний банк України: основні функції, грошово-кредитна політика, регулювання банківської діяльності: Навчальний посібник. Київ: Центр навчальної літератури, 2004. 357 с.

44. Люзняк М. Е., Бартош О. М. Інструменти грошово-кредитної політики НБУ та їх вплив на депозитний та кредитний ринки. Ефективна економіка: електрон. наук. фах. вид. 2011. №12. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/efek_2011_12_21

45. Лютий І.О. Грошово-кредитна політика в умовах перехідної економіки: Монографія. Київ: АТАКА. 2000. 240 с.

46. Макроекономічні показники. Державна служба статистики України. URL: <https://ukrstat.gov.ua/>

47. Марчук О.О. Тактичні цілі грошово-кредитної політики та їхня роль у реалізації проміжних і стратегічних цілей. Науковий вісник НЛТУ. 2010. Вип. 20.9. С. 198-203.

48. Монетарна політика НБУ: сучасний стан та перспективи змін: кол. Монографія. За ред. В. С. Стельмаха. Київ: Центр наукових досліджень Національного банку України, УБС НБУ, 2009. 404 с.

49. Монетарний трансмісійний механізм в Україні : Науково-аналітичні матеріали. Вип. 9. В. І. Міщенко, О. І. Петрик, А. В. Сомик, Р. С. Лисенко та ін. Київ: Національний банк України, Центр наукових досліджень, 2008. 144 с.

50. Мороз А. М. Центральний банк та грошово-кредитна політика підручник. А. М. Мороз, М. І. Савлук, М. Ф. Пуховіна. Київ: КНЕУ, 2005. 556 с.

51. Науменкова С. В., Мищенко С. В. Регулирование денежного обращения на основе использования методов и инструментов денежно-кредитной политики. Київ: Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Економіка. 2013. № 6 (147). С. 66–72.

52. Небава М. І. Теорія макроекономіки : навчальний. Київ: Видавничий Дім «Слово», 2003. 536 с.

53. Облікова ставка Національного банку України. Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/monetary/archive-rish>
54. Обов'язкові резерви. Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/glossary/show/155>
55. Огляд банківського сектору, лютий 2023. Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/oglyad-bankivskogo-sektoru-lyutiy-2023-roku>
56. Осипчук Д. Г. Інфляційне таргетування в Україні: підходи до запровадження. Наукові праці З. Київ: НДФІ, 2009. № 48. С. 135–142.
57. Основні засади грошово-кредитної політики на 2022 рік та середньострокову перспективу. Національний банк України. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/vr031500-21#Tex>
58. Основні засади грошово-кредитної політики на період воєнного стану. Національний банк України. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/MPG-ml_2022.pdf?v=4
59. Офіційний курс гривні щодо іноземних валют. Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/markets/exchangerate-chart>
60. Пономаренко А. А. Особливості кредитно-грошової політики України на сучасному етапі. Вісник черкаського ун-ту. 2009. 151. С. 149–156.
61. Про Національний банк України: Закон України від 19.10.2021 №1811-IX. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1811-20#Text>
62. Ребрик М. Новий операційний дизайн ГКП: мета, механізм дії, очікувані результати. Департаменту монетарної політики та економічного аналізу Національного банку України. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Operdisign_mp_pr_2023-03-29.pdf
63. Рефінансування банків: монографія. Н.П. Шульга, Ю.М. Уманців, О.В. Мельниченко; за заг. ред. Н.П. Шульги. Київ: КНТЕУ, 2017. 324 с.
64. Річний звіт 2022. Національний банк України. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/annual_report_2022.pdf?v=4
65. Самуельсон П. А., Нордгаус В.Д. Макроекономіка: підручник. Київ: Видавництво «Основи», 1995. 676 с.

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