

**МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ**  
**ОДЕСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ ІМЕНІ І. І. МЕЧНИКОВА**  
**ФАКУЛЬТЕТУ МІЖНАРОДНИХ ВІДНОСИН, ПОЛІТОЛОГІЇ ТА СОЦІОЛОГІЇ**  
**КАФЕДРА СВІТОВОГО ГОСПОДАРСТВА І МІЖНАРОДНИХ ЕКОНОМІЧНИХ**  
**ВІДНОСИН**

**Особливості грошово-кредитного регулювання Європейської  
системи центральних банків: рекомендації для України**

**Features of the European System of Central Banks' monetary  
regulation: recommendations for Ukraine**

Збірник праць підготовлено у межах проекту ERASMUS-JMO- 2021-HEI-TCH-RSCH  
«Успіхи і недоліки монетарної політики Європейського союзу: наслідки для України»,  
який фінансуються з боку Європейського Союзу\*

The collection of materials has been prepared within the framework of the ERASMUS-  
JMO-2021-HEI-TCH-RSCH project "Successes and shortcomings of the monetary  
policy of the European Union: implications for Ukraine  
" funded by the European Union.



Funded by the  
European Union



Erasmus+

Jean Monnet  
Programme



ОДЕСА  
ОНУ  
2024

*Рекомендовано Вченою радою Факультету міжнародних відносин, політології та соціології ОНУ імені І. І. Мечникова. Протокол № 4 від 20 грудня 2024 р.*

**Рецензенти:**

Довгаль Олена Андріївна – доктор економічних наук, професор, професор кафедри міжнародних економічних відносин імені Артура Голікова Харківського національного університету імені В. Н. Каразіна;

Садченко Олена Василівна – доктор економічних наук, професор, завідувач кафедри маркетингу та бізнес-адміністрування ОНУ імені І.І. Мечникова

**Особливості грошово-кредитного регулювання Європейської системи центральних банків: рекомендації для України** [Електронний ресурс]: збірник праць / за заг. ред. доктора філософії, доц. Алексеєвської Г. С., д.е.н., проф. С. О. Якубовського, к.е.н., доц. Крючкової Н. М., – Одеса: Одес. нац. ун-т ім. І. І. Мечникова, 2024. – 80 с. – Мова укр.

*Збірник матеріалів містить основну інформацію для вивчення монетарної політики в ЄС та Україні, засновану на результатах найкращих індивідуальних досліджень студентів під керівництвом учасників проекту. Цей збірник доповнює академічні джерела з дослідження грошово-кредитного регулювання в ЄС та Україні й може бути використаний як довідковий матеріал для студентів, викладачів, представників громадянського суспільства, державних службовців та інших зацікавлених сторін.*

*The collection of materials provides key information for studying monetary policy in the EU and Ukraine, based on the results of the best individual research conducted by students under the guidance of project participants. This collection complements academic sources on monetary regulation in the EU and Ukraine and can be used as a reference material for students, educators, civil society activists, government officials, and other interested stakeholders.*

\*Фінансується Європейським Союзом. Проте висловлені погляди та думки належать лише авторам і не обов'язково відображають погляди Європейського Союзу чи Європейського виконавчого агентства з освіти та культури (EACEA). Ні Європейський Союз, ні орган, що надає гранти, не можуть нести за них відповідальності

Funded by the European Union. Views and opinions expressed are however those of the author(s) only and do not necessarily reflect those of the European Union or EACEA. Neither the European Union nor the granting authority can be held responsible for them

© Одеський національний університет  
імені І. І. Мечникова, 2024

# РОЗДІЛ 1

## ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ

### 1.1. Концептуальні основи монетарної політики

Монетарна політика є одним із ключових інструментів регулювання макроекономічних процесів, що визначає стабільність фінансової системи, рівень інфляції, зайнятість і економічне зростання. Вона відіграє важливу роль у забезпеченні стійкого розвитку економіки, регулюючи вартість грошей, обсяг грошової маси та доступність кредитних ресурсів.

Еволюція монетарної політики відображає зміну підходів до регулювання економічних процесів, що залежить від історичних, економічних та політичних чинників.

Мілтон Фрідман – представник монетаристської школи, лауреат Нобелівської премії з економіки вважає, що монетарна політика – це контроль за пропозицією грошей в економіці з метою досягнення стабільного рівня цін і економічного зростання.<sup>1</sup>

Джон Мейнард Кейнс – засновник кейнсіанської економічної теорії, стверджує, що Монетарна політика впливає на економіку через зміну процентних ставок, які визначають рівень інвестицій та споживання.<sup>2</sup>

Бен Бернанке – колишній голова Федеральної резервної системи США казав, що Монетарна політика – це інструмент, за допомогою якого центральний банк може впливати на рівень інфляції, зайнятість і фінансову стабільність.<sup>3</sup>

Гаetano Блуазе стверджує, що монетарна політика – це поведінка монетарної влади щодо емісії та пропозиції грошових балансів. Функції

---

<sup>1</sup> Friedman M. The Role of Monetary Policy. The American Economic Review, 1968, Vol. 58, No. 1, pp. 1–17. URL: <https://www.aeaweb.org/aer/top20/58.1.1-17.pdf>

<sup>2</sup> Keynes J. M. The General Theory of Employment, Interest, and Money. URL: [https://www.files.ethz.ch/isn/125515/1366\\_keynestheoryofemployment.pdf](https://www.files.ethz.ch/isn/125515/1366_keynestheoryofemployment.pdf)

<sup>3</sup> Bernanke B. S. The Economic Outlook and Monetary Policy. Speech by Mr. Ben S. Bernanke, Chairman of the Board of Governors of the Federal Reserve System, at the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming, 27 August 2010. URL: <https://www.bis.org/review/r100830a.pdf>

грошей та модифікації моделі загальної рівноваги, необхідні для пристосування монетарних економік, вказують на альтернативні шляхи від монетарної політики до розподілу ресурсів та добробуту<sup>4</sup>. Монетарною ж політикою у Тьєррі Варіна виступає процес контролю над грошовою масою країни задля досягнення конкретних цілей, як-от стримування інфляції чи досягнення повної зайнятості. Монетарна політика може включати встановлення процентних ставок, маржинальних вимог, стандартів капіталізації для банків, а також виконання функцій кредитора останньої інстанції<sup>5</sup>.

Ще одне визначення висловлює Хосейн Аскарі, який позиціонує монетарну політику як політику, яка зводиться до контролю кількості грошей у обігу, а також відсоткових ставок, задля впливу на попит у приватному секторі та сприянню економічному процвітання за низької інфляції. Монетарна політика маніпулює структурою стимулів приватного сектора з погляду доступності кредитів, щоб викликати коригування портфеля попиту у цьому секторі<sup>6</sup>.

Аделіна Гініна приводить більш загальний опис монетарної політики - це процес, за допомогою якого уряд, центральний банк або монетарна влада країни контролює пропозицію грошей, доступність грошей і вартість грошей або ставку відсотка для досягнення низки цілей, спрямованих на зростання та стабільність економіки<sup>7</sup>.

Згідно з Е.Дж. Долланом<sup>8</sup>, це включає всі дії уряду, які впливають на обсяг грошового обігу. Простими словами, монетарна політика - це комплекс

---

<sup>4</sup> Bloise G., Polemarchakis H. M. Theory and practice of monetary policy. Economic Theory. 2006. Vol. 27, no. 1. P. 1–23. URL: <https://doi.org/10.1007/s00199-005-0625-6> (date of access: 14.05.2022).

<sup>5</sup> Thierry Warin. Monetary Policy: From Theory to Practices. European Integration - Optimum Currency Area Theory - Gravity Model. 2005. URL: [https://www.researchgate.net/publication/5169836\\_Monetary\\_Policy\\_From\\_Theory\\_to\\_Practices](https://www.researchgate.net/publication/5169836_Monetary_Policy_From_Theory_to_Practices)

<sup>6</sup> H. Askari, Z. Iqbal, A. Mirakhor. Monetary Policy. Introduction to Islamic Economics. 2017. P. 271–305. URL: <https://doi.org/10.1002/9781118989630.ch11>

<sup>7</sup> Adelina-Geanina Iordachioaia. Monetary Policy and Economic Policy. 2011. P. 1–4. URL: [https://www.researchgate.net/publication/50422460\\_Monetary\\_Policy\\_and\\_Economic\\_Policy](https://www.researchgate.net/publication/50422460_Monetary_Policy_and_Economic_Policy)

<sup>8</sup> Долан Е.Дж. та ін Гроші, банківська справа та грошовокредитна політика / Пер. з англ. В. Лукашевича та ін; За заг. ред. В. Лукашевича. Л., 1991. С.238

регулюючих заходів, спрямованих на зміни у грошовому обігу. Монетарна політика має безпосередній вплив на ліквідність банківської системи та загальну ділову активність. Вона є одним із видів стабілізаційної політики, разом з фіскальною, зовнішньоторговельною та валютною. Монетарна політика держави має бути спрямована на стабільне економічне зростання, повну зайнятість ресурсів, стабільний рівень цін та платіжного балансу<sup>9</sup>.

Монетарна політика - це політика, що проводиться монетарною владою або центральним банком, спрямована на контроль грошових агрегатів з метою досягнення бажаного розвитку економічної діяльності, інфляції, покращенням реального обсягу виробництва (економічне зростання).

Монетарна політика є складовою макроекономічної політики, що зазвичай проводиться з урахуванням ділового циклу, закритого чи відкритого характеру економіки країни та інших фундаментальних економічних чинників. Стратегія монетарної політики реалізується в різних країнах по-різному, відповідно до цілей, які мають бути досягнуті, та механізму трансмісії, який вважається найбільш підходящим для відповідної економіки. На основі обраної стратегії та механізму трансмісії потім формулюється операційна структура монетарної політики<sup>10</sup>.

Типи та значення монетарної політики обумовлені її цілями (рис 1.1.). Кожна країна має свою власну монетарну політику, яка підлягає впливу економічних умов та потреб. Наприклад, у країнах з низькою інфляцією може бути застосована експансивна монетарна політика, що передбачає зниження процентних ставок та збільшення грошової маси, щоб стимулювати економіку. У країнах з високою інфляцією, навпаки, може бути застосована концесійна монетарна політика, що передбачає збільшення процентних ставок та скорочення грошової маси, щоб знизити інфляцію.<sup>11</sup>

<sup>9</sup> Reynard S. Maintaining low inflation: Money, interest rates, and policy stance. *Journal of Monetary Economics*, 2007. Vol. 54, № 5. P. 1441–1471.

<sup>10</sup> Juhro S. M. Policy Mix Case Development. *Central Bank Policy Mix: Issues, Challenges, and Policy Responses*. Singapore, 2022. P. 29-32. URL: [https://doi.org/10.1007/978-981-16-6827-2\\_11](https://doi.org/10.1007/978-981-16-6827-2_11)

<sup>11</sup> Грошово-кредитні засоби регулювання економіки [Текст]: монографія / за заг. редакцією д-ра екон. наук Л. В. Кривенко – Суми : ДВНЗ “УАБС НБУ”, 2010. – 210 с.

Загалом, монетарна політика є важливим інструментом для забезпечення стабільності економіки країни та її розвитку. Вона дозволяє контролювати ризики інфляції, зберігати стабільність валютного курсу та забезпечувати економічне зростання.



Рис. 1.1. Класифікація системи цілей монетарного регулювання <sup>12</sup>

Досвід світової практики показує, що на формування та виконання монетарної політики впливають різні фактори. Основними з них є:

1. Інфляційні очікування населення - центральний банк враховує очікувану інфляцію населення, щоб забезпечити стабільність цін.
2. Рівень економічного зростання - ентральний банк може використовувати монетарну політику для підтримки економічного зростання.

<sup>12</sup> Адамик Б. П. Центральний банк і грошово-кредитна політика [Текст] : підручник Б. П. Адамик.— К.: Кондор, 2011. – 416 с

3. Рівень безробіття - центральний банк може використовувати монетарну політику для зменшення безробіття.

4. Стан фінансової системи - монетарна політика може впливати на стан фінансової системи країни, зокрема на стабільність банківської системи та ризики фінансової нестабільності.

5. Розмір державного бюджету - монетарна політика може впливати на розмір державного бюджету, оскільки він залежить від рівня процентних ставок та інших факторів.

6. Стан зовнішньої торгівлі - монетарна політика може впливати на стан зовнішньої торгівлі, зокрема на валютний курс та обсяг експорту та імпорту і навпаки стан зовнішньої торгівлі може вплинути на рішення ЦБ.

При розгляді формування та реалізації монетарної політики слід виходити з передумов та напрямів державного регулювання економічної діяльності.

## **1.2. Інструменти монетарної політики**

Виділяють два види монетарної політики: традиційний та нетрадиційний. Традиційною монетарною політикою вважається політика, яка використовує традиційні інструменти поза кризових умов, тобто у довгостроковому періоді. Основними її інструментами виступають операції на відкритому ринку, система мінімальних резервів та гранична ставка за кредитом<sup>13</sup>. З мети монетарної політики, поставленої Центральним Банком, приймається рішення, які інструменти монетарної політики використовувати. Найчастіше такою метою виступає стабільність цін.

Монетарна політика проводиться за допомогою певних інструментів, які направлені на регулювання грошової маси. Пропозиція грошей регулюється центральним банком за допомогою інструментів прямого та непрямого впливу. До прямих інструментів монетарної політики належать: ліміти

---

<sup>13</sup> European Parliament. European monetary policy. European Parliament. URL: [https://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/en/FTU\\_2.6.3.pdf](https://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/en/FTU_2.6.3.pdf)

кредитування для окремих банків; пряме регулювання процентної ставки; ліміти на обсяг чи вартість кредитів, що надаються окремим галузям. До непрямих інструментів регулювання пропозиції грошей належать: операції на відкритому ринку цінних паперів; зміна облікової процентної ставки; зміна вимог до рівня обов'язкових резервів депозитних інститутів. Прямі інструменти грошово-кредитної політики традиційно використовуються в країнах, що розвиваються, інструменти непрямого регулювання застосовуються насамперед в індустріально розвинутих країнах.

Існує суттєва відмінність між інструментами прямого та непрямого регулювання. Інструменти прямого впливу є ефективними лише в короткостроковому плані як засіб запобігання надмірній кредитній емісії. Використання їх пов'язане з видатками у сфері розподілу ресурсів: зменшенням конкуренції між банками, викривленням структури їхніх кредитних портфелів, зменшенням посередницької ролі банків в економічній системі тощо. Ефективність застосування непрямих інструментів регулювання пов'язана з розвитком грошового ринку. Їхнє використання дає можливість банкам вільно розподіляти кредити відповідно до ринкової ситуації. Існує також безпосередній взаємозв'язок між політикою управління державним боргом (зокрема характером фінансування дефіциту державного бюджету) і використанням інструментів непрямого грошово-кредитного регулювання. Проведення центральним банком операцій на відкритому ринку цінних паперів можливе лише за умови, що державний борг фінансується за рахунок емісії державних цінних паперів.

Проводячи монетарну політику, центральний банк не може здійснювати повний безпосередній контроль над грошовою масою, оскільки вона містить депозити, які не є частиною балансу центрального банку. Непрямі інструменти монетарної політики коригують розмір грошової маси, впливаючи або на грошову базу, або на грошовий мультиплікатор.<sup>14</sup>

---

<sup>14</sup> Аржевітін С. М. Грошово-кредитні відносини в розвитку економіки України: автореф. дис. на здобуття наук. ступеня док. екон. наук: 08.00.08. «Гроші, фінанси і кредит». Київ, 2011. 35 с.



Операції на відкритому ринку – це купівля–продаж центральним банком цінних паперів на відкритому ринку. Поряд з облігаціями внутрішньої державної позики (казначейських зобов'язань) монетарний орган може здійснювати також купівлю-продаж власних цінних паперів у вигляді депозитних сертифікатів, а також облігацій зовнішньої державної позики та інших боргових зобов'язань. Покупцями цінних паперів є вітчизняні комерційні банки, юридичні та фізичні особи, а також нерезиденти.

Операції на відкритому ринку проводяться з метою регулювання грошової маси. Купуючи або продаючи цінні папери, центральний банк отримує можливість впливати на резерви комерційних банків як компонента грошової бази і в такий спосіб з урахуванням грошового мультиплікатора змінювати грошову масу в економіці.

Облікова (дисконтна) ставка – це процентна ставка, за допомогою якої центральний банк надає кредити комерційним банкам. Кредити центрального банку надаються комерційним банкам для рефінансування їхньої діяльності. Тому ставки процента, за якими вони надаються, називаються ще ставками рефінансування. Облікова ставка займає серед них провідну роль. Як правило, облікова ставка є найнижчою серед ставок рефінансування і одночасно орієнтиром для всієї системи процентних ставок.<sup>15</sup>

Крім облікової ставки до ставок рефінансування відносяться такі ставки: за кредитними аукціонами, за ломбардними кредитами (овернайт), за операціями репо тощо. При зниженні облікової ставки знижуються інші ставки рефінансування, зростає попит комерційних банків на кредити центрального банку, що збільшує резерви банківської системи та обсяги кредитування економіки і в кінцевому підсумку – грошову масу. В разі підвищення облікової ставки виникають протилежні наслідки.

При визначенні рівня облікової ставки враховується багато чинників. Серед них найважливішими є рівень інфляції та темпи приросту ВВП. Світова

---

<sup>15</sup> Галушко Ю.П. Інструменти грошово-кредитного регулювання в системі факторів економічного зростання. дис. канд. екон. наук: 08.00.08. «Гроші, фінанси і кредит». Київ, 2016. 223 с.

практика свідчить, що при підвищенні рівня інфляції на 1%, облікова ставка зростає на 1,5%, а при зниженні темпів приросту ВВП на 1% - зменшується на 0,5%. При цьому незалежно від рівня інфляції облікова ставка повинна підтримуватися на позитивному реальному рівні. Це означає, що облікова ставка має бути на декілька пунктів вищою ніж інфляція.<sup>16</sup>

Зміна вимог до рівня обов'язкових резервів депозитних інститутів. Норми обов'язкового резервування - це мінімальна норма депозитів комерційних банків, які мають зберігатися на безпроцентних рахунках центрального банку. Нормативне регулювання обов'язкових резервів має подвійне значення: з одного боку, воно гарантує мінімальний рівень ліквідності комерційних банків; з іншого – виступає як інструмент, за допомогою якого центральний банк впливає на здатність комерційних банків збільшувати грошову масу, тобто створювати гроші.

На здатність комерційних банків створювати гроші зміна норми обов'язкового резервування впливає двома шляхами: перший – впливаючи на величину надлишкових резервів у складі загальних банківських резервів. Чим нижче норма обов'язкового резервування, тим меншим є відрахування в обов'язкові резерви і більшими є надлишкові резерви, а значить більше кредитів може надати банківська система, що збільшує величину новостворених депозитів. Другий – змінюючи рівень грошового мультиплікатора, який знаходиться в оберненій залежності від норми обов'язкового резервування.<sup>17</sup>

Зміна норм обов'язкового резервування справляє на пропозицію грошей потужний вплив. Проте застосування цього інструменту викликає певні труднощі в роботі комерційних банків і зменшує їх прибутковість. За цих обставин норми обов'язкового резервування, як правило, не

---

<sup>16</sup> Коваленко В. В., Сергеева О. С. Облікова ставка як інструмент регулювання інфляції в умовах невизначеності та ризику. *Вісник Херсонського національного технічного університету*, 2022, № 3(82). DOI: <https://doi.org/10.35546/kntu2078-4481.2022.3.13>.

<sup>17</sup> Задоя Ю. А. Грошово-кредитна мультиплікація та проблеми інфляції. *Європейський вектор економічного розвитку*, 2022, № 2 (33). DOI: <https://doi.org/10.32342/2074-5362-2022-2-33-3>.

використовуються для вирішення поточних проблем грошового ринку, а є інструментом досягнення довгострокових цілей монетарної політики.<sup>18</sup>

Зміни ключової відсоткової ставки, грошової маси в обігу та очікувань суспільства щодо майбутнього напрямку монетарної політики безпосередньо формують фінансові умови. Зокрема, вони визначають доступність та вартість фінансування, що впливає на короткострокові фінансові ринки, інструменти з довгостроковим терміном погашення, банківське кредитування, валютні курси та фондовий ринок. Завдяки цим трансмісійним механізмам традиційні монетарні заходи центрального банку впливають на макроекономічну динаміку, зокрема на рівень споживання, обсяги виробництва та інфляційні процеси (див. рис. 1.2).



Рис. 1.2. Канали трансмісії монетарної політики<sup>19</sup>

Для ефективного функціонування монетарних трансмісійних каналів необхідне виконання певних умов. Зокрема, фінансові ринки повинні працювати з достатнім рівнем арбітражу між ставками овернайт та іншими короткостроковими процентними ставками, що визначають фінансування різних економічних суб'єктів. Водночас, стабільні інфляційні очікування населення є критично важливими для прогнозованості ефектів монетарної політики.<sup>16</sup>

Застосування традиційних інструментів дозволяло центральному банку досягати основної мети – цінової стабільності в середньостроковій перспективі. Ці заходи слугували ефективним механізмом стимулювання економічної активності під час рецесій, стримування інфляційного тиску в

<sup>18</sup> Козюк В. Банківський канал монетарної трансмісії: аналіз з позиції глобальної макрофінансової стабільності. Вісник НБУ. 2012. № 1. С. 34–41.

<sup>19</sup> Potter S. M., Smets F. Unconventional monetary policy tools: a crosscountry analysis. CGFS Papers. 2019. № 63. P.1-79

періоди зростання та забезпечення стійкості фінансової системи.

Фінансова криза 2008–2009 років спричинила необхідність перегляду операційної системи центральних банків, зокрема трансформації монетарної політики. Основними причинами цього стали: досягнення політичними ставками нижньої межі, що призвело до падіння реальних відсоткових ставок до нуля та неможливості їх відновлення в післякризовий період; зростання дефляційних ризиків у більшості розвинених країн; послаблення ефективності механізму трансмісії монетарної політики; виникнення "пастки ліквідності" у провідних економіках світу, коли відсоткові ставки досягли своєї мінімальної ефективної межі, а подальше розширення грошової пропозиції не могло стимулювати інвестиційну активність.

У відповідь на ці виклики центральні банки розвинених країн були змушені запроваджувати нові механізми регулювання, які отримали в економічній літературі назву "нетрадиційна монетарна політика".

Питання змін у монетарному регулюванні активно дискутується в наукових колах з початку 2000-х років. Проте й досі немає єдиного визначення нетрадиційної монетарної політики. Зокрема, А. Орфанідес та В. Віланд розглядають політику нульових відсоткових ставок не як відхід від традиційного підходу, а як його модифікацію через альтернативні інструменти. На їхню думку, коли номінальні відсоткові ставки більше не можуть бути знижені, центральні банки застосовують додаткові механізми впливу на економічну та фінансову систему задля забезпечення цінової стабільності.<sup>20</sup>

К. Боріо та П. Дісьюатат визначають її як "балансову політику", порівнюючи з валютними інтервенціями. Вона застосовується для регулювання ставок на строкових фінансових ринках, впливу на прибутковість довгострокових державних облігацій і коригування спредів ризику. Основні механізми дії, канали впливу та наслідки для балансу центрального банку

---

<sup>20</sup> Orphanides, A., Wieland V. Efficient Monetary Policy Design near Price Stability. *Journal of the Japanese and International Economies*. 2000. Vol. 14. P.327–365 DOI:10.1006/jjie.2000.0452

мають спільні риси з валютними інтервенціями, проте ключова відмінність полягає у виборі цільового ринку, що є нетиповим для класичних методів монетарного регулювання<sup>21</sup>.

Зі свого боку, Л. Б. Смагі розглядає нетрадиційну монетарну політику як систему заходів, спрямованих на коригування вартості та доступності зовнішнього фінансування для банків, домогосподарств і нефінансових компаній. Вона реалізується через механізми надання ліквідності, кредитування та операції з цінними паперами. Оскільки вартість такого фінансування значною мірою залежить від короткострокових міжбанківських ставок, нетрадиційні заходи спрямовані на зменшення розриву між різними джерелами зовнішнього фінансування, що своєю чергою впливає на ціни активів і потоки капіталу в економіці<sup>22</sup>.

С. Коллінгтон та його співавтори трактують нетрадиційну монетарну політику як набір заходів, що дозволяють швидко забезпечити міжбанківський ринок ліквідністю центрального банку. Основна мета цих дій — відновлення стабільного функціонування міжбанківського кредитування, особливо в періоди фінансової нестабільності<sup>23</sup>.

З іншого боку, А. Араджо та його колеги пропонують порівняльний підхід: вони розглядають традиційну монетарну політику як "відсоткову політику", що базується на регулюванні процентних ставок, тоді як нетрадиційна монетарна політика ототожнюється з придбанням активів центральним банком, що змінює баланс його зобов'язань і активів<sup>24</sup>.

Таким чином, хоча визначення нетрадиційної монетарної політики

---

<sup>21</sup> Borio C., Disyatat P. Unconventional Monetary Policies: An Appraisal. BIS Working Paper. 2009. № 292. P.1-36

<sup>22</sup> Smaghi L. B. Conventional and unconventional monetary policy. International Center for Monetary and Banking Studies (ICMB). 2009. № 28. P.1- 14 URL: <https://www.bis.org/review/r090429e.pdf>

<sup>23</sup> Collingnon S., Esposito P., Cui Y. Unconventional Monetary Policy Measures: A Comparison of the ECB, FED and BoE. European Parliament's Committee on Economic and Monetary Affairs. 2012. P.1-38. URL: [http://www.stefanollignon.de/PDF/EP\\_Unorthodox%20monetary%20policy,%20draft.pdf](http://www.stefanollignon.de/PDF/EP_Unorthodox%20monetary%20policy,%20draft.pdf)

<sup>24</sup> Ara'ujo A., Schommer S., Woodford M. Conventional and Unconventional Monetary Policy with Endogenous Collateral Constraints. American Economic Journal: Microeconomics. 2013. P.1-89

відрізняються, всі підходи підкреслюють її сутність як альтернативного інструменту впливу на економіку в умовах, коли традиційні механізми стають менш ефективними.

Нетрадиційні інструменти монетарної політики здебільшого використовуються у короткостроковому періоді, не замінюючи традиційні інструменти, а лише доповнюючи їх, через те, що хоча вони й нейтралізують негативний вплив фінансових криз, у довгостроковому періоді вони мають свої негативні наслідки для монетарної політики країни. Нетрадиційними інструментами монетарної політики виступають кількісне пом'якшення, прогнозне керівництво, купівля активів, коригування ринкових операцій та негативні відсоткові ставки <sup>25</sup>.

Загалом науковці визначають такі основні нетрадиційні методи монетарної політики як попереднє керівництво (Forward guidance), кількісне пом'якшення (Quantitative easing), кредитне пом'якшення (Credit easing), від'ємні відсоткові ставки (Negative interest rate). У таблиці 1.1 наведені основні традиційні та нетрадиційні інструменти монетарної політики та зазначені цілі їх застосування.

Нетрадиційна монетарна політика стала важливим інструментом центральних банків у відповідь на кризові явища та обмеження традиційних методів регулювання. Попереднє керівництво відіграє ключову роль у формуванні очікувань ринку, а його ефективність значною мірою залежить від довіри інвесторів до намірів центрального банку. Чітке комунікування політики дає змогу стабілізувати короткострокові відсоткові ставки, що своєю чергою впливає на довгострокові запозичення та інвестиційну активність.<sup>26</sup>

---

<sup>25</sup> Cúrdia V., Woodford M. Conventional and Unconventional Monetary Policy. Review. 2010. Vol. 92, no. 4. URL: <https://doi.org/10.20955/r.92.229-64> (date of access: 14.05.2022).

<sup>26</sup> Campbell J. R., Evans C. L., Fisher J. D. M., Justiniano A. Macroeconomic effects of Federal Reserve forward guidance. Brookings Papers on Economic Activity. 2012. Vol. 43, Issue 1. P.1–80

Основні інструменти монетарної політики <sup>27</sup>

Традиційні		Нетрадиційні	
Назва	Мета застосування	Назва	Мета Застосування
1	2	3	4
Комунікаційна політика – оприлюднення поточної позиції ЦБ щодо монетарних інструментів	вплив на очікування учасників ринку	Попереднє керівництво – оприлюднення не тільки щодо поточної позиції ЦБ, а й напрямом її зміни в майбутньому	вплив на середньо – і довгострокові відсоткові ставки шляхом управління очікуваннями учасників ринку
Норми обов'язкових резервів	використовується з метою стабілізації грошового обігу та боротьби з інфляцією	Кредитне пом'якшення – розширення кредитних операцій для фінансових посередників	вплив на кон'юнктуру грошового ринку шляхом забезпечення достатнього рівня ліквідності більш широкому колу фінансових установ на значно полегшених умовах на більш тривалій час
Операції на відкритому ринку – купівля або продаж цінних паперів центральним банком на відкритому ринку	вплив на зміну грошової маси та пропозиції грошей	Кількісне пом'якшення – великомасштабні раунди з придбання цінних паперів і розширення грошової бази Якісне пом'якшення – купівля довгострокових цінних паперів за рахунок продажу короткострокових активів з портфеля ЦБ	вплив на середньо і довгострокові відсоткові ставки шляхом розширення грошової бази і зміни пропозиції цінних паперів на ринку
Відсоткова політика – встановлення ключової ставки та інших відсоткових ставок	вплив на пропозицію грошей через вплив на обсяг кредитів та грошової маси.	Від'ємні відсоткові ставки – номінальні цільові ставки встановлюються з від'ємним значенням	вплив на середньо і довгострокові відсоткові ставки. А також частково призначені для того, щоб викликати відтік гарячих грошей, тим самим знецінюючи обмінний курс.

<sup>27</sup> Алексєєвська Г. С. Вплив нетрадиційних методів монетарної політики на економічний розвиток країн: дис. ... д-ра філос. наук. – Одеса: Одеський національний університет імені І. І. Мечникова, 2020. – с. 261. URL: [https://onu.edu.ua/pub/bank/userfiles/files/science/razovi\\_spec\\_vcheni\\_rady/df41051002/diss\\_alekseevsk\\_a\\_gs\\_new.pdf](https://onu.edu.ua/pub/bank/userfiles/files/science/razovi_spec_vcheni_rady/df41051002/diss_alekseevsk_a_gs_new.pdf).

Політика кількісного пом'якшення використовується для розширення грошової бази та ліквідності через купівлю державних і приватних активів. Її метою є зниження довгострокових ставок, стимулювання кредитування та зростання попиту на фінансові активи<sup>28</sup>. Водночас її ефективність залежить від готовності банків спрямовувати отримані кошти у кредитування реального сектору. Якщо ліквідність залишається у фінансовій системі без перетікання у виробництво та споживання, монетарний стимул втрачає ефективність.<sup>29</sup>

Окрім кількісного пом'якшення, центральні банки застосовують кредитне пом'якшення, яке спрямоване на забезпечення ліквідності фінансовим посередникам. Його ключова відмінність полягає в тому, що воно не змінює баланс центрального банку, а працює через перерозподіл фінансових ресурсів між різними секторами. Водночас політика від'ємних відсоткових ставок, яку запровадили низка європейських та азіатських центральних банків, стимулює банки активніше надавати кредити, адже зберігання резервів у центральному банку стає економічно не вигідним.<sup>30</sup>

Додатковим напрямом стало якісне пом'якшення, що передбачає управління структурою активів центрального банку, змінюючи співвідношення між довгостроковими та короткостроковими інструментами. Усі ці заходи спрямовані на створення сприятливих фінансових умов, які б стимулювали інвестиції, кредитування та економічне зростання.<sup>31</sup>

Політика від'ємних відсоткових ставок стала одним із ключових інструментів нетрадиційної монетарної політики, коли традиційне зниження ставок не давало очікуваних результатів.

---

<sup>28</sup> Горняк О. В., Ломачинська І. А., Мумладзе А.О. Кредитне та кількісне пом'якшення в системі монетарного регулювання в умовах глобальної нестабільності: досвід розвинених країн. Економічний простір. 2020. № 156. С. 9-14. DOI: <https://doi.org/10.32782/2224-6282/156-1>

<sup>29</sup> Bernanke B.S. The Crisis and the Policy Response. The Stamp Lecture, London School of Economics. 2009. URL: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090113a.htm>

<sup>30</sup> Stone M., Fujita K., Ishi K. Should Unconventional Balance Sheet Policies be Added to the Central Bank Toolkit? A Review of the Experience So Far. IMF Working Paper 2011. №11/145. P. 1-71.

<sup>31</sup> Prepaki K. M. Alternative Monetary Policy Tools During The Great Recession. Dissertation (mec16005) Department of Economics University of Macedonia Thessaloniki, 2017.



Концепція від'ємних відсоткових ставок була запропонована економістом Сільвіо Джеззіні в 1999 році. В своєму дослідженні Джеззіні обґрунтовує ідею введення від'ємних відсоткових ставок як можливості для стимулювання економіки в періоди низького попиту. Згідно з його концепцією, замість ставки 0% в періоди спаду попиту, центральний банк повинен знизити ставку нижче нуля, щоб стимулювати інвестиції та збільшити попит на кредити. Основна ідея полягає в тому, що при введенні від'ємних відсоткових ставок це буде стимулювати банки до кредитування відповідним чином замість того, щоб зберігати гроші в ЦБ<sup>32</sup>, роблячи зберігання коштів у центральному банку не вигідним.

Від'ємні ставки впроваджувалися в Європі та Японії після фінансової кризи 2008 року для боротьби з дефляцією та підтримки економічного зростання. Цей інструмент допоміг знизити вартість запозичень, стимулювати попит на фінансові активи та активізувати кредитування<sup>33</sup>. Однак його застосування також має суттєві ризики: скорочення прибутковості банків, порушення ринкових механізмів, зростання корпоративного боргу та ймовірність перегріву фінансових ринків. Крім того, очікування споживачів можуть зміщуватися не в бік збільшення витрат, а навпаки – посилення заощаджень через невизначеність.<sup>34</sup>

Загалом нетрадиційні монетарні заходи стали необхідністю в умовах сучасних економічних викликів. Вони дозволяють центральним банкам впливати на фінансові ринки навіть за нульових або від'ємних ставок. Проте їх успішність залежить від рівня довіри ринку, ефективності фінансової

---

<sup>32</sup> Pngmann C., Memner M. Negative Nominal Interest Rates: History and Current Proposals. CAWM Discussion Papers, University of Münster, Münster Center for Economic Policy (MEP), No. 43. URL: <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/51360/1/672467909.pdf>

<sup>33</sup> Sun G. Spillover Effect of U.S. Quantitative Easing From the Emerging Markets Perspective. School of Management. 2015. P. 1-128 URL: [https://dial.uclouvain.be/memoire/ucl/fr/object/thesis:2537/datastream/PDF\\_01/view](https://dial.uclouvain.be/memoire/ucl/fr/object/thesis:2537/datastream/PDF_01/view)

<sup>34</sup> Erikson H., Vestin D. Pass-through of Negative Policy Rates. Economic Commentary, 2021, No. 9. URL: <https://www.riksbank.se/globalassets/media/rapporter/ekonomiska-kommentarer/engelska/2021/pass-through-of-negative-policy-rates.pdf>

системи та здатності центрального банку оперативно реагувати на нові виклики.

Особливо ризиковим є застосування нетрадиційних інструментів монетарної політики для країн що розвиваються. Як пише Роберто Чанг у роботі “Фінансові трансформації та нетрадиційна монетарна політика в економіках, що розвиваються”<sup>35</sup>, щоб нетрадиційна монетарна політика була ефективною, необхідно поєднати теоретичні знання з практичним досвідом, а також уважно слідкувати за міжнародними трендами та адаптувати їх до місцевих умов. Тільки так можна досягти балансу між стабільністю, ростом та соціальною справедливістю в умовах сучасного світу.

Маріо Гарсія<sup>36</sup> акцентує увагу на мотивації для використання нетрадиційних інструментів в країнах, що розвиваються. Він підкреслює, що ці країни часто стикаються з такими викликами, як інфляція, недостатність фінансового ринку та економічна нестабільність. Такі умови створюють необхідність в застосуванні нетрадиційних методів для врегулювання грошової політики та збереження стабільності економіки. Гарсія також зазначає, що використання таких інструментів, як кількісне пом'якшення або негативні відсоткові ставки, може допомогти знизити процентні ставки та стимулювати кредитування та інвестиції в економіці. Однак він також попереджає про потенційні ризики, включно з можливістю створення цінових бульбашок на активи та збільшення зовнішнього боргу. Гарсія підкреслює важливість ретельного планування та моніторингу при впровадженні таких політик, а також необхідність координації з іншими аспектами економічної політики для забезпечення їх ефективності та мінімізації можливих негативних наслідків.

Роль нетрадиційної монетарної політики у стратегічних цілях країн що

---

<sup>35</sup> Chang, R. & Velasco, A. Financial Frictions and Unconventional Monetary Policy in Emerging Economies. 2016. NBER Working Paper No. 21955. URL: <http://www.nber.org/papers/w21955>

<sup>36</sup> Garcia, M. The Role of Unconventional Monetary Policy. Universitat Jaume. 2020 URL: [https://repositori.uji.es/xmlui/bitstream/handle/10234/191240/TFG\\_2020\\_Gil%20Garcia\\_Mario.pdf](https://repositori.uji.es/xmlui/bitstream/handle/10234/191240/TFG_2020_Gil%20Garcia_Mario.pdf)

розвиваються досліджує К'яра Фратто<sup>37</sup>. Досліджуючи країни Африки та Азії, науковиця виявила, які саме механізми були використані для забезпечення досягнення вказаних стратегічних цілей. Зокрема, Фратто звертає увагу на застосування кількісного пом'якшення, цільових операцій рефінансування та валютних свопів як ключових елементів нетрадиційної монетарної політики. Ці інструменти використовуються для зменшення напруги на фінансових ринках, підвищення ліквідності та підтримки валютних курсів. Особливо важливим виявилось втручання центральних банків у кризових ситуаціях, що допомагало уникнути глибоких економічних спадів та стабілізувати економіку. Ці приклади демонструють ефективність нетрадиційних інструментів у досягненні довгострокових макроекономічних цілей в умовах, що швидко змінюються. Однак існують обмеження та ризики використання нетрадиційних інструментів. Пітер Морган звертає <sup>38</sup>увагу на ризик недостатньої прозорості та можливий нерівномірний вплив на різні сектори економіки. Зокрема, застосування кількісного послаблення може призвести до зростання цін на активи, що посилює нерівність та порушити фінансову стабільність. Крім того, Морган підкреслює, що нетрадиційні інструменти створюють залежність економіки від монетарних стимулів, що ускладнює процес відновлення нормальної монетарної політики у майбутньому. Він також зазначає, що в деяких випадках, такі заходи спричиняють знецінення національної валюти, що призводить до зростання інфляції та втрати довіри інвесторів. Особливо це актуально для країн з менш розвиненими фінансовими ринками та обмеженими валютними резервами. Таким чином, важливо, щоб застосування нетрадиційних інструментів було збалансоване та враховувало специфіку економічного середовища кожної країни.

---

<sup>37</sup> Fratto, C., Harnoys Vannier, B., Mircheva, B., de Padua, D., & Poirson Ward, H. (2021). Unconventional Monetary Policies in Emerging Markets and Frontier Countries. IMF Working Paper No. 2021/014. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3799606>

<sup>38</sup> Morgan, P. (2009). The Role and Effectiveness of Unconventional Monetary Policy. ADBI Working Paper Series. Available at: <https://www.adb.org/sites/default/files/publication/156018/adbi-wp163.pdf>

## РОЗДІЛ 2

### АНАЛІЗ ЕФЕКТИВНОСТІ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ КРАЇН ЄС

#### 2.1. Аналіз реалізації монетарної політики Європейського Центрального Банку.

Валюту євро у 1999 року було введено у безготівковий обіг як паралельну валюту у країнах економічного та валютного союзу ЄС. Задля забезпечення монетарної політики зони євро у 1998 році був створений Європейський Центральний Банк головною ціллю якого стала підтримка цінової стабільності в Єврозоні <sup>39</sup>. Основними традиційними інструментами, які використовує Європейський Центральний Банк поза кризових умов є операції на відкритому ринку, система мінімальних резервів та гранична ставка за кредитом <sup>40</sup>. Усі інструменти довели свою ефективність та позитивний вплив економічний розвиток країн.

Європейський Центральний Банк використовує набір інструментів монетарної політики, щоб спрямувати інфляцію до цілі 2%. Ці інструменти впливають як на кількість, так і на вартість кредитів, які можуть отримати громадяни та компанії. Основним інструментом монетарної політики є набір облікових ставок ЄЦБ. Проаналізуємо ключові процентні ставки ЄЦБ: депозитний рахунок, маржинальне кредитування та основні операції рефінансування (MRO).

Процентна ставка за основними операціями рефінансування (MRO) – забезпечує основну частину ліквідності банківської системи. Ставка за депозитною лінією – банки можуть використовувати для розміщення депозитів "овернайт" в Євро системі. Ставка за інструментом маржинального кредитування – пропонує банкам кредити овернайт від Євро системи.

---

<sup>39</sup> Council decision of 3 may 1998 in accordance with article 109j(4) of the treaty. European Union Law. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=celex:31998D0317> (date of access: 09.04.2022).

<sup>40</sup> European Central Bank. The monetary policy of the ECB. Germany : European Central Bank., 2011. 161 p. URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/monetarypolicy2011en.pdf> (date of access: 09.04.2022).

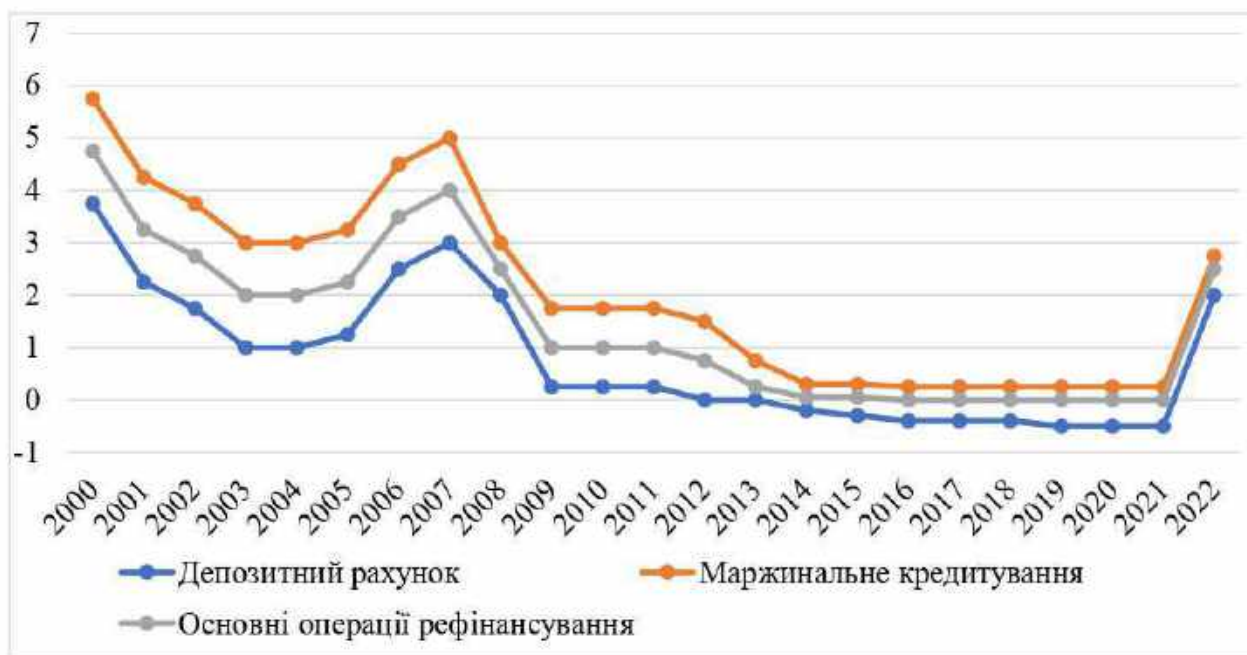


Рис. 2.1 Ключові відсоткові ставки ЄЦБ протягом 2000-2022 років, відсотки.<sup>41</sup>

Графік 2.1 відображає динаміку ключових процентних ставок Європейського центрального банку (ЄЦБ) у період з 2000 по 2022 рік. Виділяються три основні показники: ставка за депозитним рахунком, ставка маржинального кредитування та ставка основних операцій рефінансування. На початку 2000-х років ставки були досить високими, досягаючи рівня 5-6%, що свідчило про жорстку монетарну політику. Вже до 2003-2004 років спостерігалось поступове зниження ставок, оскільки ЄЦБ намагався стимулювати економічне зростання. У 2006-2008 роках відбулося їхнє підвищення, що пояснюється спробою контролювати інфляційні ризики перед світовою фінансовою кризою. Після 2008 року ставки почали різко знижуватися як реакція на кризові явища. У 2009-2014 роках вони залишалися на досить низькому рівні, а після 2015 року були практично нульовими, що свідчило про політику монетарного стимулювання для підтримки економіки євросони. Протягом наступних років ставки залишалися стабільними та

<sup>41</sup> Key ECB interest rates. European Central Bank. URL: <https://data.ecb.europa.eu/main-figures/ecb-interest-rates-and-exchangerates/key-ecb-interest-rates>

низькими, що було наслідком м'якої політики ЄЦБ. Проте у 2022 році спостерігається різке зростання ставок, що є відповіддю на зростання інфляції та економічну нестабільність. Це свідчить про зміну підходу ЄЦБ до монетарної політики та перехід до більш жорстких заходів для стримування інфляційного тиску.

Отже першим значним потрясінням для монетарної політики ЄЦБ стала фінансова криза 2008 року, яка довела, що в таких ситуаціях не можна дотримуватися лише одного напрямку та використовувати лише стандартні інструменти. Коли ЄЦБ це усвідомив, він використав нестандартні інструменти, які допомогли стабілізувати ситуацію. Проте, треба враховувати, що використання нестандартних інструментів носить тимчасовий характер і, зазвичай, розрахований на автоматичне згортання. Усі вони спрямовані на забезпечення подальшої підтримки цінової стабільності у середньостроковій перспективі.

Основні наслідки світової фінансової кризи 2008 року у ЄС:

1. Економічний спад - внаслідок кризи, багато країн ЄС зазнали значне зниження економічного зростання, що призвело до зменшення виробництва та зростання безробіття.

2. Зростання боргового навантаження - країни, які зазнали економічного спаду, накопичили значне боргове навантаження, що стало проблемою для їхньої економіки.

3. Зменшення інвестицій - криза призвела до зменшення інвестицій у регіоні, що ускладнило відновлення економіки.

4. Зменшення споживчого попиту - криза призвела до зменшення споживчого попиту, що ускладнило ситуацію для бізнесу та економіки в цілому.

5. Зростання соціальної напруженості - збільшення безробіття та зменшення доходів призвело до зростання соціальної напруженості в країнах ЄС.

Глобальна фінансова криза серйозно вплинула на ефективність монетарної політики більшості країн ЄС, оскільки сприяла значному збільшенню премій за ризик та ліквідність на міжбанківському ринку. З урахуванням порушення функціонування механізмів передачі монетарної політики деякі центральні банки вжили додаткових заходів, щоб пом'якшити умови на ринках та уникнути обмеження кредитів<sup>42</sup>.

Також після кризи 2008-2009 років, почалася ще одна серйозна економічна криза в Європі - боргова криза. Вона почалася з того, що деякі країни ЄС, зокрема Греція, Іспанія, Італія та Португалія, зіткнулися зі значними проблемами зі сплатою своїх боргів. Крім того, велика частина боргів була взята на короткий термін, що створювало великий тиск на економіку у випадку зміни умов позик.

Світова фінансова криза та Європейська боргова криза мали серйозний вплив на макроекономічні показники ЄС, зокрема на економічний ріст, безробіття та інфляцію. Криза призвела до зниження споживчого попиту, зменшення інвестицій та зростання державного боргу в країнах, що постраждали від кризи<sup>33</sup>.

Досліджуюч макроекономічні умови в яких опинився ЄЦБ слід звернути увагу на такі показники, як ВВП, рівень безробіття, обмінний курс.

Графік 2.2 відображає поквартальну динаміку зростання ВВП Єврозони з 1996 по 2023 рік. Протягом більшої частини періоду коливання були відносно невеликими, що свідчить про стабільний розвиток економіки, за винятком кризових періодів, коли відбувалися різкі спади або зростання.

Перший помітний спад спостерігається під час світової фінансової кризи 2008–2009 років. У цей період ВВП Єврозони значно скоротився, що позначено жовтими від'ємними стовпцями. Це був результат фінансових потрясінь, що призвели до скорочення інвестицій, падіння попиту та загальної

---

<sup>42</sup> Воронова О. В., Марущак С. М., Пугачов М. І. Глобальні фінансово-економічні кризи та їх вплив на економіку держав. Економіка та суспільство, 2023, Вип. 51. DOI: <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2023-51-9>.

рецесії в країнах єврозони.

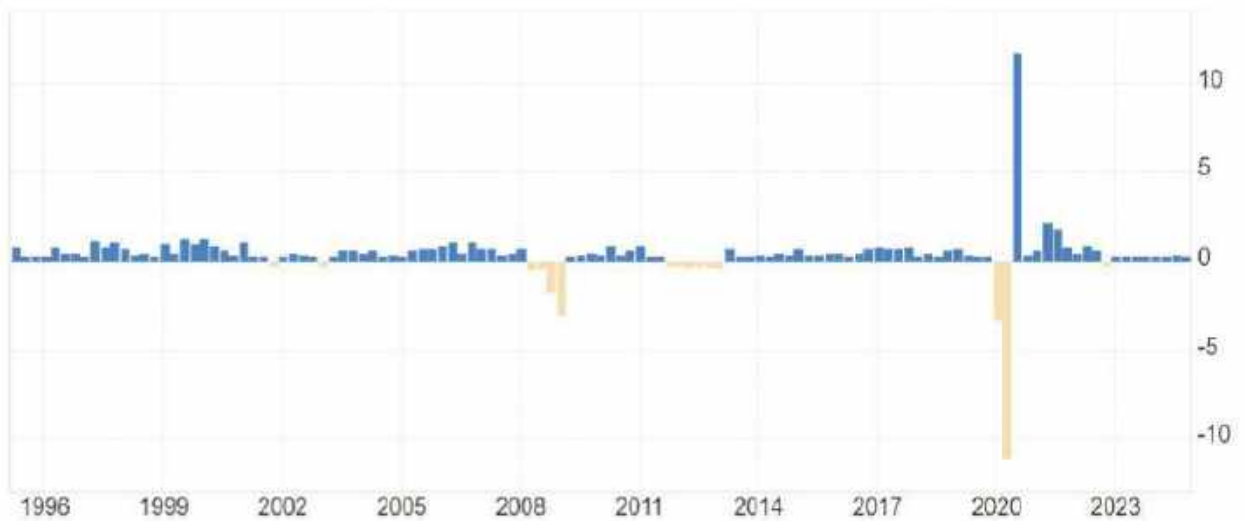


Рис. 2.2 Приріст ВВП Єврозони (% відносно попереднього кварталу)<sup>43</sup>

Після 2010 року відбулося відновлення економіки, але темпи зростання залишалися нестабільними. У період 2011–2014 років економічне зростання було відносно слабким, що пов'язано з борговою кризою в країнах Південної Європи, зокрема в Греції, Іспанії та Італії. Протягом 2015–2019 років економіка Єврозони демонструвала стабільне, хоча і помірне зростання. Більшість кварталів мали позитивні значення, що свідчить про відновлення економічної активності та ефективну політику центрального банку щодо стимулювання зростання. Найрізкіший спад відбувся у 2020 році внаслідок пандемії COVID-19. ВВП Єврозони різко скоротився, що відображено значними від'ємними значеннями на графіку. Це було зумовлено введенням карантинних обмежень, скороченням ділової активності та загальним економічним шоком. Проте вже у 2021 році спостерігається рекордне зростання ВВП, що пов'язано з ефектом відновлення після пандемічного спаду та активними заходами підтримки економіки з боку урядів і ЄЦБ.

У 2022–2023 роках темпи зростання значно сповільнилися, що є наслідком геополітичної нестабільності, енергетичної кризи та високої інфляції. В останні квартали графік показує майже нульові темпи зростання,

<sup>43</sup> Trading Economics. Euro Area GDP Growth. Web page. URL: <https://tradingeconomics.com/euro-area/gdp-growth>



що свідчить про ризик стагнації економіки Єврозони.

Ще одним важливим показником розвитку чи стагнації економіки є рівень безробіття. Графік 2.3 відображає динаміку рівня безробіття в Єврозоні у відсотках (синя лінія) та його річну зміну (стовпці) за період із 2000 по 2023 рік.

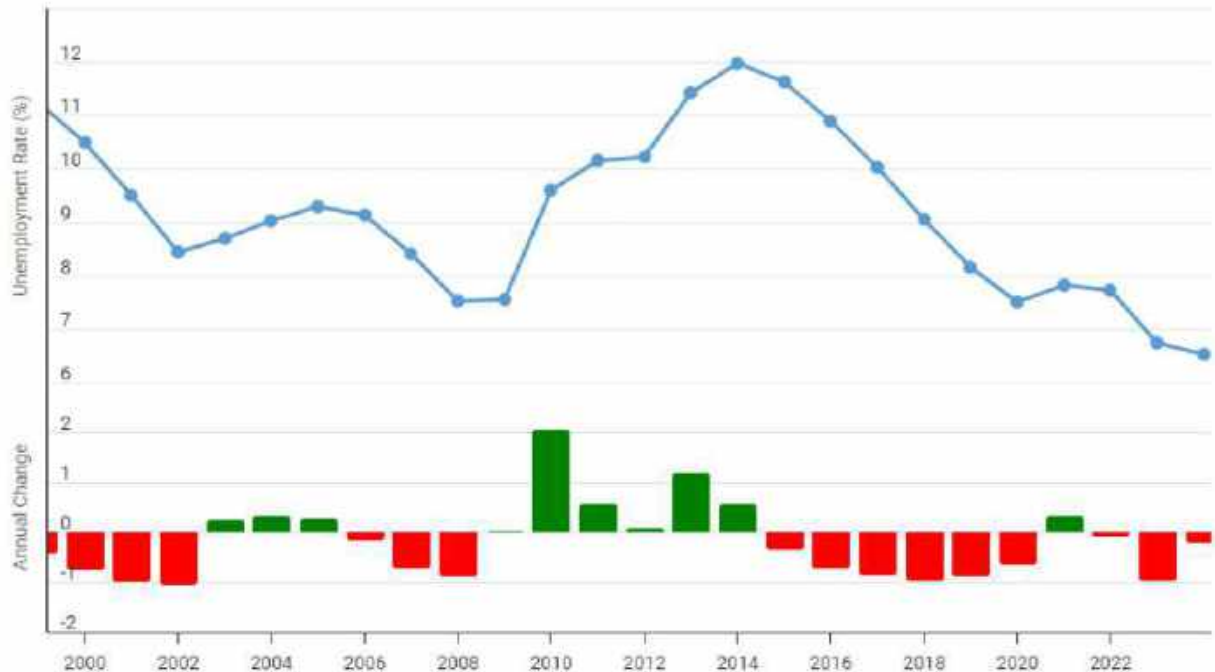


Рис. 2.3. Рівень безробіття в Єврозоні, 2000- 2023 рр. (%)<sup>44</sup>

На початку 2000-х років рівень безробіття поступово знижувався, опустившись із приблизно 10,5% у 2000 році до близько 7% у 2007 році. Це свідчить про стабільне економічне зростання, яке сприяло створенню нових робочих місць. Однак фінансова криза 2008 року суттєво вплинула на ринок праці. Рівень безробіття почав зростати, досягнувши максимального показника у 2013 році – понад 12%. Це зростання супроводжувалося значними позитивними річними змінами безробіття (зелені стовпці), що означає різке збільшення кількості безробітних у той період. Основними причинами такого зростання стали економічна рецесія, скорочення інвестицій та банкрутство багатьох підприємств.

<sup>44</sup> Macrotrends. Euro Area Unemployment Rate. Web page. URL: <https://www.macrotrends.net/global-metrics/countries/EMU/euro-area/unemployment-rate>

Після 2013 року безробіття почало поступово знижуватися. Це було пов'язано з покращенням макроекономічної ситуації, відновленням економічного зростання та заходами Європейського центрального банку щодо стимулювання економіки. З 2014 року рівень безробіття знижувався практично щорічно, що підтверджується червоними стовпцями, які вказують на негативні річні зміни (тобто скорочення безробіття).

Під час пандемії COVID-19 у 2020 році економічна активність суттєво скоротилася, що могло спричинити тимчасове зростання безробіття, проте заходи підтримки, запроваджені урядами європейських країн, допомогли стабілізувати ситуацію. На графіку видно, що річна зміна безробіття у цей період майже не виходила за межі нульового значення.

Після 2021 року безробіття продовжило знижуватися, досягнувши у 2023 році одного з найнижчих рівнів за останні десятиліття – близько 6%. Це свідчить про відновлення ринку праці та ефективність заходів монетарної та фіскальної політики, спрямованих на підтримку зайнятості.

Розглядаючи обмінний курс євро до вибірки валют (долар США, китайський юань та фунт стерлінгів Великобританії), можна побачити, що євро зазнало коливань із обраними валютами в декількох періодах. У період з 2003-2008 рр. спостерігалось загальне зміцнішання євро після певного ослаблення на початку 2000-х рр., що було викликано невпевненістю в економічній стабільності країн регіону та нещодавнє введення євро як валюти. Послаблення євро у 2012 р. було спричинено борговою кризою регіону та занепокоєння щодо стабільності. Ці побоювання призвели до зростання невизначеності на ринку та втрати довіри до євро, спонукаючи інвесторів перевести свої інвестиції в більш безпечні активи та валюти. Боргова криза також призвела до підвищення волатильності фінансового ринку. Наступне падіння обмінного курсу можна побачити у 2015 р., коли євро впав на 16,6% у відношенні до долару США, на 9,9% у відношенні до фунту стерлінгу та на 8% у відношенні до китайського юаня (рис. 2.4).



Рис. 2.4. Обмінний курс євро (EUR) до долару США (USD), британського фунту стерлінгу (GBP) та китайського юаню (CNY) у 2000-2023 рр.<sup>45;46;47</sup>

У 2015 р. між Європейським центральним банком (ЄЦБ) та іншими великими центральними банками, зокрема ФРС США, спостерігалися помітні розбіжності в монетарній політиці. ЄЦБ розпочав низку монетарних стимулюючих заходів, включаючи впровадження кількісного пом'якшення і негативних процентних ставок, щоб боротися з низькою інфляцією та стимулювати економічне зростання в Єврозоні. Ці заходи вплинули на зниження вартості євро порівняно з валютами, де монетарна політика була відносно жорсткішою. В даний період в деяких країнах регіону спостерігалась значна економічна нестабільність: боргова криза в Греції, повільне зростання та високе безробіття в Італії та Франції. Геополітичні події та невизначеність також вплинули на девальвацію євро в 2015 році. Серед них конфлікти, такі як криза в Україні та невизначеність навколо потенційного виходу Сполученого Королівства з ЄС. Наступне значне падіння обмінного курсу євро спостерігалось в 2022 р., що було спричинено геополітичною нестабільністю

<sup>45</sup> EUR/GBP Exchange Rate. Macrotrends Database. URL: <https://www.macrotrends.net/2553/euro-british-pound-exchange-rate-historical-chart>

EUR/CNY Exchange Rate. FX Empire. URL: <https://www.fxempire.com/currencies/eur-cny/history>

<sup>46</sup> EUR/CNY Exchange Rate. FX Empire. URL: <https://www.fxempire.com/currencies/eur-cny/history>

<sup>47</sup> EUR/USD Exchange rate. FRED Economic Data. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/AEXUSEU>

в регіоні та, як наслідок, економічною нестабільністю.

Для того, щоб зрозуміти дії монетарної політики проаналізуємо рівень інфляції в Єврозоні в період 2000-2023 рр. Загалом, у 2000-2008 р. рівень інфляції в Єврозоні був переважно наближений до цільового показника і в середньому становив 1,7%. Проте, у 2009 р. даний показник впав до 0,3% головним чином через світову фінансову кризу та подальший економічний спад. Протягом 2010-2013 рр. інфляція коливалась на рівні 1-2% та в середньому склала 1,7%, що відповідає рівню початку пре-кризового періоду. У наступних роках простежувалось падіння даного показника: до 0,9% у 2014 р. та 0,5% у 2015-2016 рр. Такі фактори, як помірне економічне зростання, стабільні ціни на енергоносії та послаблений глобальний інфляційний тиск, сприяли низькій інфляції.

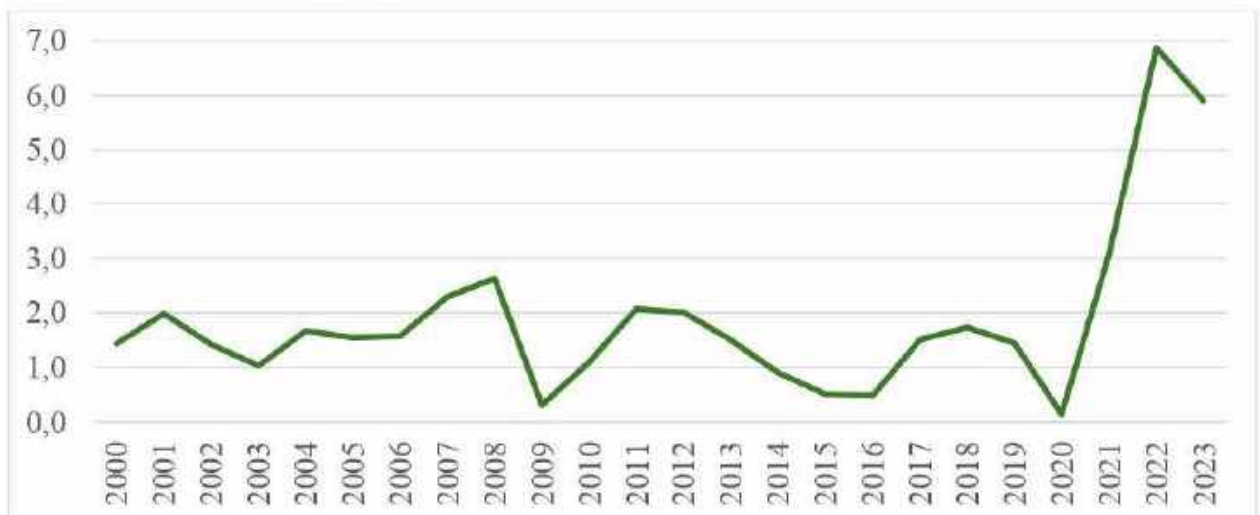


Рис. 2.5. Рівень інфляції країн Єврозони протягом 2000-2022 років, відсотки.<sup>48</sup>

У 2015 р. падіння цін на енергоносії, особливо ціни на нафту, зіграло значну роль у збереженні інфляції на низькому рівні. Слабкий глобальний попит і низькі інфляційні очікування також сприяли стриманому інфляційному середовищу. У наступних роках рівень зростання цін дещо відновився: у 2017-2019 рр. середній показник інфляції становив 1,6%. Однак,

<sup>48</sup> Indices of Consumer Prices – ICP. European Central Bank. URL: <https://data.ecb.europa.eu/data/datasets/ICP>

у 2020 р. відбулось падіння до 0,1%, на що вплинула пандемія, яка призвела до різних наслідків, зокрема до збоїв у ланцюгах поставок, скорочення споживчих витрат і зростання державних заходів стимулювання економіки та виробництва. У 2021 р. як наслідок сукупності дій уряду проти наслідків карантинних обмежень інфляція збільшилась до 3,1%, що перевищило цільовий показник. У 2022 р. та 2023 р. рівень інфляції збільшився до 6,9% та 5,9% відповідно, на що вплинуло зростання цін на енергоносії та продукти харчування через російське вторгнення в Україну.

Опинившись в умовах найсильнішої кризи у 2008 році, що демонструють вище проаналізовані макроекономічні показники, керівництво ЄС почало розробляти низку заходів, необхідних для стабілізації ситуації. Було створено Європейський план оздоровлення економіки (EERP). Європейською комісією було запропоновано бюджетне стимулювання обсягом 200 млрд. євро, що становить 1,5% від ВВП ЄС. Крім стабілізаційних заходів щодо банківського сектора та його реформування, до плану було включено програму з реабілітації довіри та стимулювання купівельного попиту шляхом безпосередніх «ін'єкцій» для виправлення ситуації на ринку праці. У сумі з ефектом від автоматичних стабілізаторів сукупний дискреційний пакет антикризових заходів становив близько 5% ВВП ЄС<sup>49</sup>.

І в першу чергу Європейський центральний банк відреагував на ситуацію, що склалася, агресивним зниженням ключових процентних ставок, трансформацією механізму управління ліквідністю і переходом до політики кредитного пом'якшення. Очікування подальшого уповільнення економічного розвитку спонукало ЄЦБ у період з жовтня 2008 р. до травня 2009 р. знизити ставку рефінансування<sup>50</sup>.

Процентні ставки, встановлені ЄЦБ, відіграють вирішальну роль у здійсненні монетарної політики в Єврозоні. Основна ставка операцій з

---

<sup>49</sup> Buti M. Economic Crisis in Europe: Causes, Consequences and Responses. *European Economy*, 2009, No. 7. URL: [https://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/pages/publication15887\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication15887_en.pdf)

<sup>50</sup> Офіційний веб-сайт Європейського Центрального банку веб-сайт. URL: <http://www.ecb.int>

рефінансування визначає процентну ставку, за якою комерційні банки можуть позичати кошти в ЄЦБ під відповідну заставу. Ця ставка служить орієнтиром для короткострокових ставок грошового ринку.

Протягом 2000-2001 рр. ЄЦБ підвищило ставку з 3% до 4,75% у відповідь на занепокоєння щодо потенційного інфляційного тиску та для підтримки цінової стабільності через потенційне уповільнення економіки та вплив глобальних подій. Надалі ЄЦБ поступово зменшувало процентну ставку, яка у 2006 р. становила вже 2,5%. Дані політичні заходи мали місце задля стимулювання економічного зростання після періоду стагнації та занепокоєння щодо дефляційного тиску (рис. 2.6).

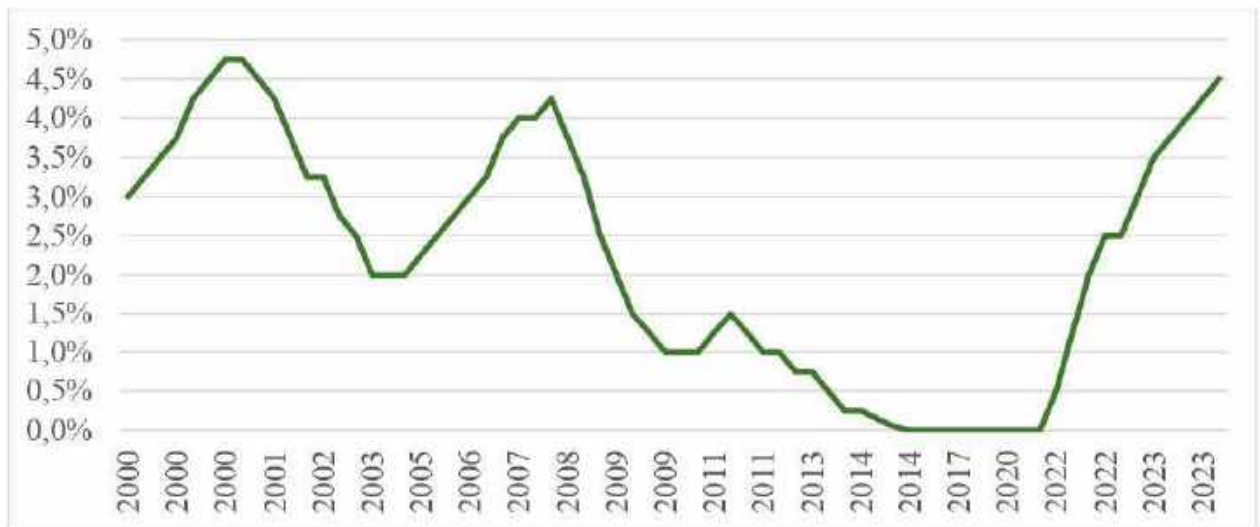


Рис. 2.6. Облікова ставка ЄЦБ (%) у 2000-2023 рр.<sup>51</sup>

Надалі оскільки економіка Єврозони демонструвала ознаки зміцнення та зростання інфляційних ризиків, ЄЦБ знову розпочав цикл жорсткої монетарної політики, підвищуючи процентні ставки: до 2008 р. вона була збільшена до 4,25%. Проте у відповідь на світову фінансову кризу з 2008 р. ЄЦБ повернулось до зменшення процентних ставок до рівня 1% у 2009 р., на якому вони знаходились до 2011 р. З 2012 р. ЄЦБ прийняв рішення щодо поступового зменшення даної ставки. У 2014 р. процентна ставка була встановлена на рівні 0%, на якому залишалась до 2022 р. Дане рішення

<sup>51</sup> ECB Interest Rate. Trading Economics Database. URL: <https://tradingeconomics.com/euro-area/interest-rate>

монетарної політики було обумовлено декількома причинами. Зниження процентних ставок може стимулювати запозичення та інвестиції шляхом зниження вартості запозичень для підприємств і фізичних осіб. Роблячи кредити доступнішими, ЄЦБ прагне стимулювати економічну активність, стимулювати споживання та підтримувати інвестиції, що може сприяти економічному зростанню. Окрім того, зниження процентної ставки є інструментом боротьби з низькою інфляцією в регіоні: нижчі процентні ставки можуть стимулювати запозичення та витрати, що призводить до збільшення сукупного попиту та підвищення цін.

Крім того, в період світової фінсової кризи 2008 року банки значно розширили використання постійно діючих пропозицій Євросистеми щодо резервних кредитних ліній та операцій із залучення депозитів. Щоб стримати кризу, ЄЦБ провів операцію з рефінансування з терміном погашення 38 днів наприкінці вересня 2008 року, задовольнив 120 млрд євро із загальної суми вимог 141 млрд євро<sup>52</sup>.

Враховуючи велику залежність комерційних банків від кредитування, було ухвалено рішення надати необмежену ліквідність банківському сектору. З цією метою ЄЦБ перейшов до розподілу коштів через аукціони за фіксованими відсотковими ставками. Загальний розмір ліквідності, яку надає Євросистема, визначався не ЄЦБ, а попитом з боку банківського сектора.

Інфляція мала тенденцію до зростання у 2010-2012 роках, але у 2012 році почала знижуватися. Це сталося через те, що ЄЦБ влітку 2012 року прийняв програму прямих грошових операцій (OMT) задля стабілізації економіки після фінансової кризи 2008 року. У рамках цієї програми ЄЦБ зобов'язався - за дотримання суворих умов - купувати суверенні облігації, що відповідають вимогам, випущеним урядами країн Єврозони. Програма прямих валютних операцій (OMT), призначена для придбання суверенного боргу, була призначена для скорочення дефіциту і була частиною пакету більш широких

---

<sup>52</sup> Rogers J. H., Evaluating C. S., Wright J. H. Asset-Market Effects of Unconventional Monetary Policy: A Cross-Country Comparison. *International Finance Discussion Papers*. 2014. № 1101. P.1-67

інституційних, фіскальних, комунікаційних і регуляторних заходів. Хоча цей захід заспокоїв ринки без реальної купівлі облігацій, одного зобов'язання було достатньо<sup>53</sup>.

Також ЄЦБ проводив Цільові операції довгострокового рефінансування (TLTRO), щоб створити додаткову грошову масу і перевести її в довгострокові кредити комерційним банкам Єврозони на м'яких умовах. ЄЦБ пропонує банкам довгострокове фінансування на привабливих умовах, зберігає для банків сприятливі умови запозичення та стимулюють банківське кредитування реального сектора економіки.<sup>54</sup> Це повинно було стимулювати банківське кредитування реальної економіки. В рамках цих операцій відсоткова ставка TLTRO залежала від обсягів кредитування банками, які беруть участь в програмі. Чим більше банки надають кредитів підприємствам і домогосподарствам, тим більш приваблива ставка за їх запозиченнями в програмі TLTRO. Але в розрахунок цих кредитів не беруться іпотечні кредити.<sup>55</sup>

5 червня 2014 року була запущена перша програма TLTRO, а 10 березня 2016 року розпочалася друга серія - TLTRO II. Ці заходи були частиною монетарної політики Європейського центрального банку, яка спрямовувалася на стимулювання кредитного сектору Єврозони. Програми мали ціль надавати комерційним банкам кошти за умови, що вони нададуть їх у вигляді кредитів нефінансовим організаціям і домогосподарствам.

У червні 2014 року ЄЦБ впровадив ще один нетрадиційний метод монетарної політики - від'ємні відсоткові ставки. Ставка за депозитами була знижена до -0,1%, щоб стимулювати економіку. Оскільки досвіду з

---

<sup>53</sup> Rogers J. H., Evaluating C. S., Wright J. H. Asset-Market Effects of Unconventional Monetary Policy: A Cross-Country Comparison. *International Finance Discussion Papers*. 2014. № 1101. P.1-67

<sup>54</sup> Heider F., Saidi F., Schepens G. Banks and negative interest rates. *SSRN Electronic Journal*. 2020. URL: <https://doi.org/10.2139/ssrn.3733777> (date of access: 09.04.2022).

<sup>55</sup> Алексєєвська Г. С. Дослідження монетарної політики Європейського Центрального Банку. Digital and innovative economy processes, strategies, technologies: матеріали Міжнарод. наук. конф. Кельце, Польща, 2019. С. 22-24



негативними відсотковими ставками було мало, ЄЦБ з часом діяв обережно, знижуючи ставку за депозитами<sup>56</sup> з невеликим кроком у 10 базисних пунктів, доки вона не досягла -0,5% у вересні 2019 року. Таке рішення приймається, коли банк хоче протистояти занадто низькій інфляції. Політика негативної процентної ставки ЄЦБ успішно перетворила нульовий нижній кордон на ефективний нижній кордон значно нижчий за нуль і підтримала банківське кредитування. Це покращило грошову трансмісію та допомогло стимулювати економіку та підвищити інфляцію<sup>57</sup>.

Політика кількісного пом'якшення була введена через програму купівлі активів (APP) з метою усунення ризиків надто тривалого періоду низької інфляції. Програма APP розширила існуючі програми ЄЦБ із купівлі активів приватного сектора, включивши в них покушку суверенних довгострокових облігацій, що призвело до сталого зниження прибутковості та зростання цін на акції банків, які тримали більше суверенних облігацій у своїх портфелях. Розширена програма ЄЦБ із купівлі активів була продовженням подальшого пом'якшення позиції монетарної політики в економіці Єврозони. До програми купівлі активів (APP) входили:

1. Програма викупу корпоративного сектору (CSPP), яка була спрямована на зниження вартості боргу для компаній, що покладаються на облігаційне фінансування, тим самим знижуючи їхній попит на кредити та підвищуючи готовність банків кредитувати малі та середні підприємства.
2. Програма закупівель державного сектору (PSPP), за якою закупівлі робляться поступово і на широкій основі, прагнучи досягти нейтральності ринку, щоб не втручатися у механізм формування ринкових цін.

---

<sup>56</sup> ECB Deposit Facility Rate. Federal Reserve Economic Data. URL: <https://fred.stlouisfed.org/> (date of access: 13.04.2022).

<sup>57</sup> Heider F., Saidi F., Schepens G. Banks and negative interest rates. SSRN Electronic Journal. 2020. URL: <https://doi.org/10.2139/ssrn.3733777> (date of access: 09.04.2022).

3. Програма купівлі цінних паперів, забезпечених активами (ABSPP), що полегшує надання кредиту економіці зони євро, полегшує умови запозичення для домашніх господарств та фірм та сприяє стійкому коригуванню темпів інфляції до рівнів, що відповідають меті ЄЦБ з інфляції.
4. Третя програма купівлі облігацій з покриттям (CBPP3), яка створює позитивні побічні ефекти на інші ринки і, як наслідок, пом'якшує позицію ЄЦБ у грошово-кредитній політиці, а також сприяє поверненню темпів інфляції до рівнів, ближчих до 2%<sup>58</sup>.

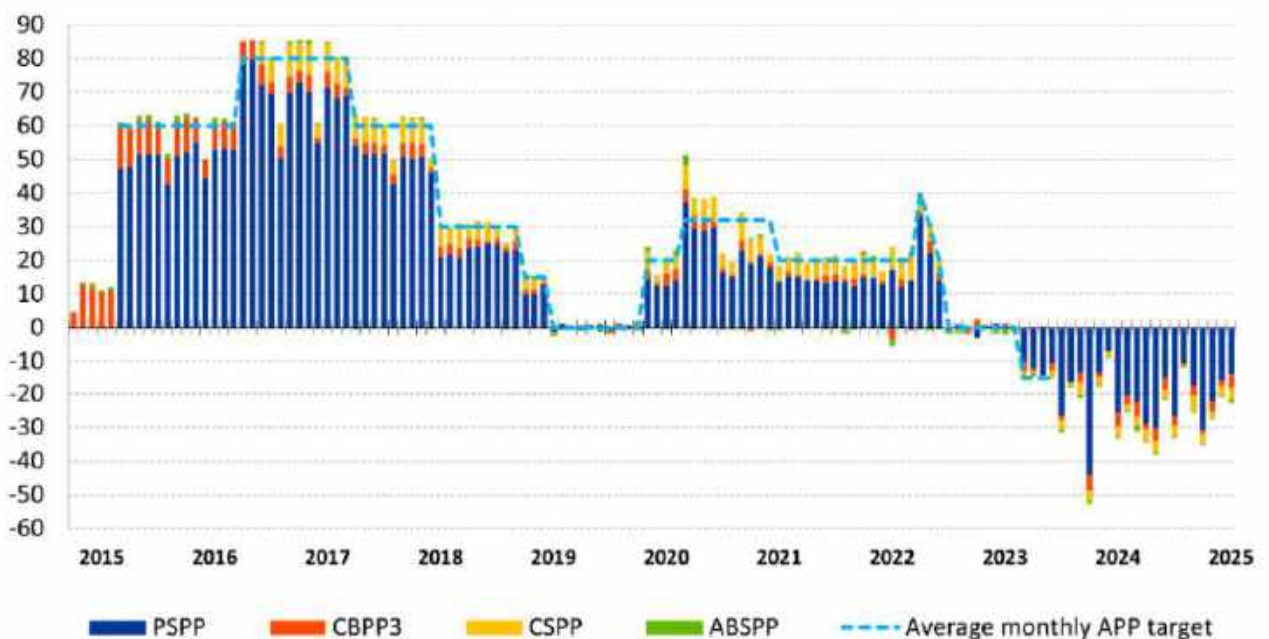


Рис. 2.7. Чисті покупки активів за різними програмами в межах Програми покупки активів (APP) Європейського центрального банку (ЄЦБ) у період з 2015 по 2025 рік, млн Євро.<sup>59</sup>

APP є одним із ключових інструментів монетарної політики, який використовується для стимулювання економіки шляхом викупу облігацій та інших фінансових активів. На графіку 2.7 представлено чотири основні компоненти APP. У 2015 році ЄЦБ розпочав активні покупки активів, що

<sup>58</sup> The ECB's Asset Purchase Programme: An Early Assessment / P. Andrade et al. SSRN Electronic Journal. 2016. URL: <https://doi.org/10.2139/ssrn.2839812>

<sup>59</sup> European Central Bank. Asset Purchase Programmes. Web page. URL: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html>

значно зросли у 2016–2017 роках. В цей період ЄЦБ щомісяця купував активи на суму близько 60-80 млрд євро, що було частиною політики кількісного пом'якшення (QE) для підтримки низьких процентних ставок і стимулювання економіки після боргової кризи в єврозоні. У 2018 році обсяги покупок поступово скорочувалися, а в кінці року APP було припинено.

Як можна відмітити кількісне пом'якшення (Quantitative Easing, QE) є одним із ключових інструментів монетарної політики Європейського центрального банку (ЄЦБ), який активно застосовувався для підтримки фінансової стабільності та економічного зростання для подолання кризових умов. Внаслідок впровадження програм QE баланс ЄЦБ стрімко зростає. Якщо у 2015 році обсяг активів на балансі ЄЦБ становив приблизно 2,2 трлн євро, то до кінця 2022 року він перевищив 8,5 трлн євро, що є безпрецедентним зростанням. Основним джерелом такого розширення стали програми викупу державних та корпоративних боргових зобов'язань, які сприяли зниженню дохідності облігацій та підтримці низьких процентних ставок у Єврозоні.

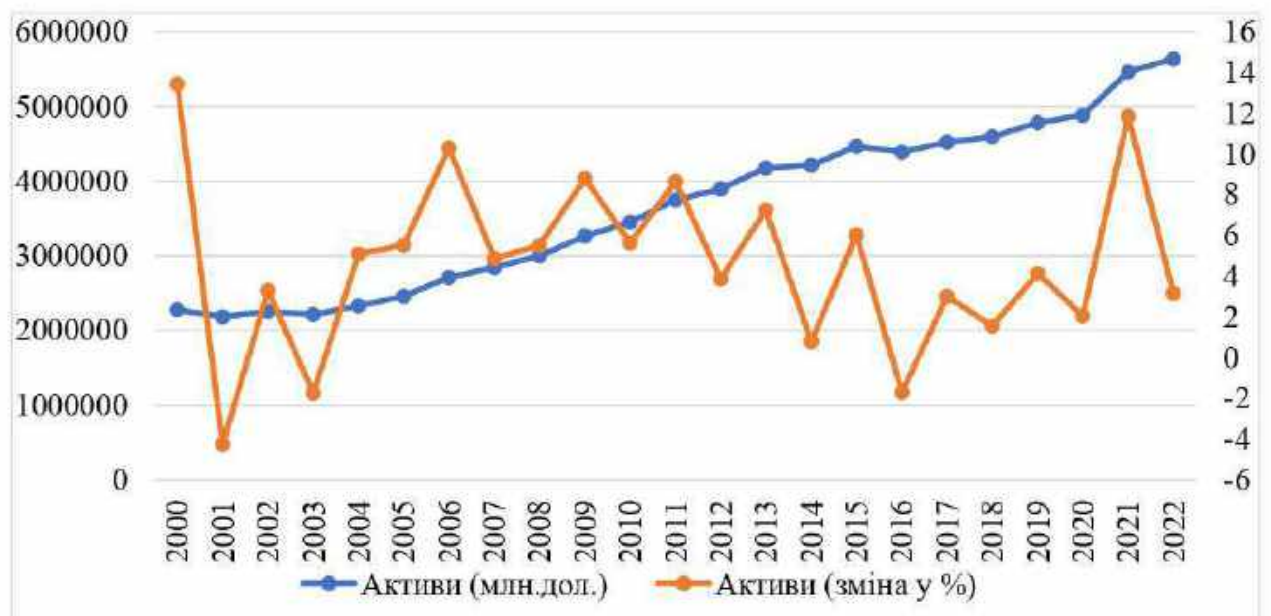


Рис. 2.8 Об'єми активів ЄЦБ та темпи їх зростання протягом 2000-2022 років, млн. євро та відсотки.<sup>60</sup>

<sup>60</sup> European Central Bank. Investment Funds: Assets and Liabilities. Web page. URL: <https://data.ecb.europa.eu/main-figures/investment-funds/assets-and-liabilities>

Купівля активів впливала на баланс ЄЦБ двома основними способами: по-перше, активи банку зростали за рахунок накопичення викуплених облігацій, а по-друге, зобов'язання збільшувалися через створення додаткових резервів у банківській системі. Це сприяло посиленню ліквідності, стимулюванню кредитування та зростання інфляції.

Графік 2.8 відображає динаміку обсягів активів Європейського центрального банку (ЄЦБ) у мільйонах євро (синя лінія) та їхній річний темп зростання у відсотках (помаранчева лінія) за період 2000–2022 років. На початку 2000-х років обсяги активів ЄЦБ зростали повільними темпами, що відповідає традиційній монетарній політиці без масштабних інтервенцій. Однак у 2001 році відбулося різке зростання активів, що могло бути спричинене кризовими явищами, на які ЄЦБ відреагував заходами підтримки. У 2002 році спостерігається значне падіння темпів зростання активів, що може бути наслідком стабілізаційних процесів після первинного розширення балансу. Протягом 2004–2007 років активи ЄЦБ зростали стабільно, що відображає загальний позитивний економічний цикл перед фінансовою кризою 2008 року. Саме у цей період ЄЦБ проводив більш м'яку монетарну політику, що сприяло помірному зростанню активів.

Під час глобальної фінансової кризи 2008–2009 років обсяги активів ЄЦБ почали швидко зростати через введення перших масштабних програм підтримки ліквідності банківської системи. Це відобразилося у різкому стрибку темпів зростання активів у цей період. У 2010–2012 роках темпи приросту активів залишалися нестабільними через боргову кризу в Єврозоні, що змусило ЄЦБ втручатися для стабілізації фінансових ринків. Після 2012 року темпи зростання активів знизилися, але їх абсолютний рівень продовжував поступово збільшуватися. Різке зростання активів спостерігається у 2015–2016 роках, коли ЄЦБ розпочав програму кількісного пом'якшення (QE). Це відзначено черговим стрибком темпів приросту активів, оскільки ЄЦБ активно скуповував державні та корпоративні облігації для зниження процентних ставок і стимулювання економіки.

Згодом економіка країн Євросони почала віднословатися, але наприкінці 2019 року світ зіткнувся з новою проблемою, яка мала великий вплив на економіку майже кожної держави, це була пандемія COVID-19. Пандемія Covid-19 мала серйозний вплив на макроекономічні показники ЄС. Внаслідок карантинних заходів та обмежень, введених для боротьби з поширенням вірусу, було призупинено багато галузей економіки, що призвело до зменшення ВВП та зростання безробіття

У другому кварталі 2020 року ВВП ЄС скоротився на 3,2%, що є найбільшим падінням за всю історію Європейського союзу. Безробітність також зросла, особливо серед молодих людей та низькокваліфікованих працівників.

Для зменшення впливу пандемії на економіку ЄС було запроваджено ряд заходів, таких як фінансова підтримка для підприємств та робочих місць, зменшення податкових ставок та інвестиції в інфраструктуру. Також було створено Європейський інструмент підтримки для зменшення наслідків пандемії (SURE), який надає фінансову допомогу країнам ЄС для збереження робочих місць та підтримки самозайнятих осіб.

Європейський центральний банк також відіграв важливу роль у зменшенні наслідків пандемії на економіку ЄС. ЄЦБ запровадив ряд антикризових заходів, таких як зменшення процентних ставок та розширення програми купівлі активів<sup>61</sup>.

Одним з головних заходів було запровадження нової програма під назвою - Програма екстрених закупівель ЄЦБ у зв'язку з пандемією (PEPP) для тимчасової купівлі цінних паперів приватного та державного секторів. Усі категорії активів, що підпадали під дію існуючої програми купівлі активів (APP), також увійшли під дію PEPP. Кількісне пом'якшення знову досягло високих значень, хоча рівень покупок був нижчим, ніж у 2016–2017 роках (див. рис.2.7). Якщо підвести підсумки, на момент 2022 року прийняття цього

---

<sup>61</sup> Офіційний веб-сайт Європейського Центрального банку веб-сайт. URL: <http://www.ecb.int>

рішення можна назвати ефективною відповіддю на COVID-19. PEPP виконала свою подвійну роль зі стабілізації фінансових ринків та звернення назад початкового несприятливого впливу пандемії на прогнозовану траєкторію інфляції<sup>62</sup>.

Під час пандемії COVID-19 у 2020–2021 роках відбулося чергове значне розширення балансу ЄЦБ через введення програм викупу активів, спрямованих на пом'якшення економічних наслідків кризи. Темпи приросту активів у 2021 році зросли до високого рівня, що відповідає активному викупу облігацій та інших фінансових інструментів. У 2022 році темпи зростання активів суттєво впали, що може бути пов'язано зі згортанням програм QE та переходом ЄЦБ до більш жорсткої монетарної політики через боротьбу з інфляцією (див. рис. 2.8)

Аналізуючи період з 2022 можна сказати, що він став переломним для монетарної політики ЄЦБ. Перспективи інфляції різко змінилися, оскільки на економіку одночасно вплинули два типи шоків. По-перше, Єврозона зазнала безпрецедентної серії негативних шоків пропозиції, спричинених розривами ланцюгів постачання, викликаними пандемією, невинуватим вторгненням Росії в Україну та подальшою енергетичною кризою. Це суттєво підвищило витрати на фактори виробництва в усіх секторах економіки. По-друге, відбувся позитивний шок попиту, спричинений відновленням економіки після пандемії. Це дозволило компаніям перекласти зростання витрат на ціни набагато швидше і сильніше, ніж у минулому.

У березні 2022 р. ЄЦБ прискорили скорочення чистих покупок в рамках програми покупки активів (Asset purchase programmes APP), але в квітні заявили, що планують припинити їх у третьому кварталі. У липні Центральний Банк підвищив ключові процентні ставки вперше за 11 років. Темпи цього коригування стали важливим сигналом для громадськості про рішучість знизити інфляцію до 2%. Це допомогло закріпити інфляційні очікування

---

<sup>62</sup> Pandemic Emergency Purchase Programme. European Central Bank. URL: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html> (date of access: 13.04.2022).

навіть тоді, коли інфляція прискорилася.

Паралельно, пріоритетом була нормалізації монетарної політики. Цього було досягнуто завдяки двом ключовим заходам. По-перше, гнучкий підхід до реінвестування цінних паперів у портфелі програми екстрених закупівель на випадок пандемії (Pandemic emergency purchase programme PEPP), термін погашення яких настав, щоб протистояти ризикам для механізму трансмісії монетарної політики, пов'язаним із пандемією. По-друге, запуск нових інструментів захисту трансмісії.

Але з розвитком інфляційного прогнозу стало зрозуміло, що досягнення в цілому нейтральної монетарної політики само по собі буде недостатньо. За прогнозами, інфляція надто довго перевищувала середньострокову ціль у 2%, і присутні ознаки того, що інфляція стає більш стійкою: ціновий тиск посилюється, а фундаментальна інфляція зміцнюється, через це потрібно було повернути процентні ставки в обмежувальну зону і зменшити попит.

У грудні Рада ЄЦБ оголосила, що процентні ставки мають суттєво підвищуватися стабільними темпами, щоб досягти рівня, який буде достатньо обмежувальним для забезпечення своєчасного повернення інфляції до цілі у 2%. Враховуючи те, що процентні ставки ЄЦБ є основним інструментом для визначення політичного курсу, було скорочування портфеля цінних паперів ЄЦБ з березня 2023 року виваженими та передбачуваними темпами. Активи монетарної політики на балансі зменшилися приблизно на 830 млрд євро в період з кінця червня (коли завершилася чиста купівля активів) до кінця грудня, що сприяло нормалізації балансу.

Отже у 2022 році ЄЦБ поступово скорочував APP, а в 2023 році почав чистий продаж активів, що відображено негативними значеннями на графіку 2.7. Це було пов'язано зі зміною монетарної політики у відповідь на зростання інфляції – ЄЦБ перейшов до жорсткішої політики, скорочуючи баланс та підвищуючи процентні ставки. У період 2022-2023 рр. ЄЦБ поступово підвищив дану ставку з 0% до 4,5%. Дане рішення було обумовлено метою стримати значну інфляцію в регіоні в даний період (див.рис. 2.6).

На початку 2024 року процес розпродажу активів APP продовжується, що свідчить про намір ЄЦБ повністю припинити цю програму та обмежити її вплив на фінансові ринки. Загалом, APP відіграла ключову роль у підтримці економіки Єврозони протягом останнього десятиліття, однак зараз ЄЦБ перейшов до політики нормалізації, що передбачає скорочення балансу та повернення до традиційних монетарних інструментів.

## 2.2. Трансформація монетарної політики Швеції в умовах кризи

Стратегія монетарної політики Швеції поступово розвивалася протягом багатьох років після того, як у 1993 році була сформульована мета стримування інфляції. Найважливішою метою стратегії Національного банку Швеції є встановлення низького та стабільного рівня інфляції <sup>63</sup>.

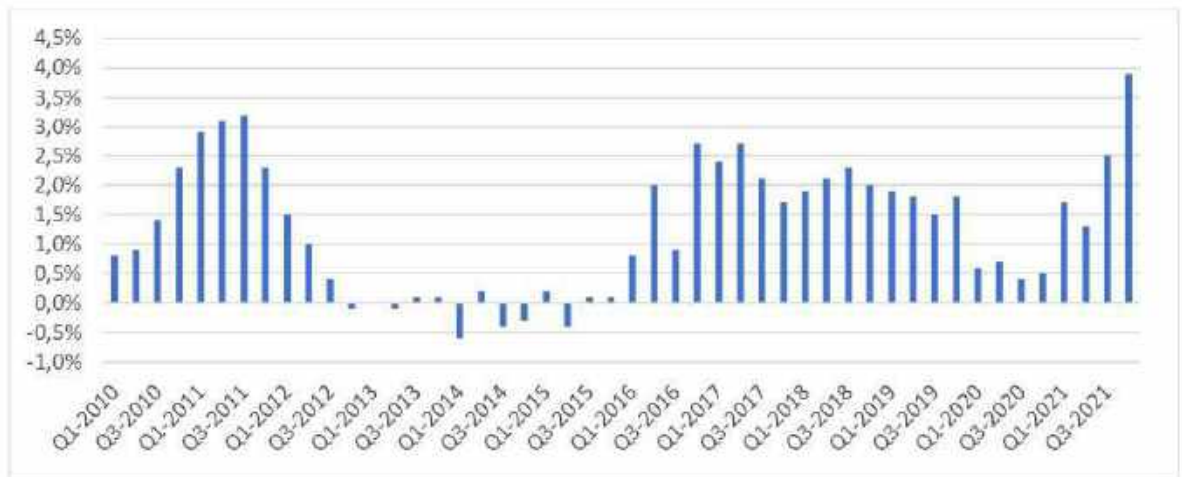


Рис.2.9. Індекс споживчих цін з фіксованою процентною ставкою (CPIF) у Швеції за 2010-2021 роки (%)<sup>64</sup>

З вересня 2017 року національний банк використовує індекс споживчих цін з фіксованою процентною ставкою (CPIF), як цільову змінну для монетарної політики. Ціль полягає в тому, щоб річна зміна CPIF становила 2%,

<sup>63</sup> Riksbank. CPIF as target variable for monetary policy. 2017. URL: <https://www.riksbank.se/globalassets/media/rapporter/ppr/fordjupningar/engelska/2017/cpif-as-target-variable-for-monetary-policy-article-in-monetary-policy-report-september-2017>

<sup>64</sup> Underlying inflation CPIF. Riksbank. URL: <https://www.riksbank.se/globalassets/media/statistik/makro/eng/underlying-inflation-cpif.xlsx> (дата звернення: 14.05.2022).



тобто той же рівень, який раніше застосовувався до індексу споживчих цін (CPI) <sup>65</sup>. Індекс споживчих цін з фіксованою процентною ставкою (CPIF) у Швеції за 2010-2021 роки демонструє значні коливання. У 2010-2011 роках спостерігалося зростання інфляції, досягаючи піку понад 3%, що пов'язано з економічним відновленням після кризи 2008-2009 років. Починаючи з 2012 року, показник почав знижуватися, а у 2014-2015 роках майже досяг нульового рівня, що свідчить про слабкий інфляційний тиск та низьку економічну активність. З 2016 року CPIF почав зростати, відображаючи поступове покращення економічної ситуації та повернення інфляції до цільових значень. У 2018-2019 роках рівень інфляції був відносно стабільним, перебуваючи в межах 1,5-2,5%. У 2020 році, на тлі пандемії COVID-19, показник залишався на низькому рівні, що свідчило про слабкий споживчий попит. Однак у 2021 році CPIF зріс дуже різко, особливо в другій половині року, що могло бути викликано глобальним зростанням цін на енергоносії, порушенням ланцюгів постачання та економічним відновленням після пандемії.

Національний банк Швеції регулярно використовує різноманітні інструменти для практичної реалізації монетарної політики. Він насамперед робить це за допомогою того, що він називає своєю операційною структурою ринкових операцій та постійних депозитів та кредитних коштів. Крім того, за необхідності національний банк країни може вживати інших заходів. Основними інструментами, що використовуються у монетарній політиці Швеції є: постійний депозит та кредитні послуги; операції на відкритому ринку; забезпечення за кредитом<sup>66</sup>.

Постійний депозит та кредитні послуги використовуються для управління ліквідністю в банківській системі у короткостроковій перспективі, коли Національний банк Швеції пропонує так звані постійні нічні кредити, за

---

<sup>65</sup> Riksbank. New monetary policy strategy in the euro area. 2021. URL: <https://www.riksbank.se/globalassets/media/rapporter/ppr/fordjupningar/engelska/2021/new-monetary-policy-strategy-in-the-euro-area-article-in-monetary-policy-report-september-2021.pdf>

<sup>66</sup> Monetary policy instruments Sweden. Riksbank. URL: <https://www.riksbank.se/en-gb/monetary-policy/monetary-policy-instruments/> (дата звернення: 14.05.2022).

допомогою яких банки можуть робити депозити або брати кредити у національному банку під заставу. Учасники шведської платіжної системи (RIX), які є кредитними установами з місцезнаходженням або філією у Швеції та є контрагентами з монетарної політики, мають доступ до постійних депозитних та кредитних ліній<sup>67</sup>.

Ринкові операції переважно спрямовані на управління ліквідністю у банківській системі. Ринкові операції можуть включати: кредити на більш короткі і більш тривалі терміни під заставу, угоди РЕПО, купівлю або продаж цінних паперів, кредити в іноземній валюті та валютні свопи. Тип ринкової операції, яку вибирає Національний банк Швеції, залежить від потреб фінансових ринків та очікуваного впливу операції на економіку.

Зазвичай, коли банківська система має надлишок ліквідності, ринкові операції спрямовані на зменшення ліквідності у системі, а коли банківська система має дефіцит ліквідності, ринкові операції спрямовані на збільшення ліквідності. Завдяки цим операціям з коротким терміном погашення (один тиждень) контрагенти по монетарній політиці отримують можливість інвестувати свої надлишки або зайняти кошти у національному банку країни у разі дефіциту<sup>68</sup>.

За необхідності Національний банк Швеції може посилити монетарну політику шляхом придбання цінних паперів. Тип цінних паперів, які національний банк вирішить придбати, залежить від кількох факторів, таких як пропозиція та попит на різні цінні папери, а також ризик, з яким пов'язані різні цінні папери. Протягом кількох років Національний банк Швеції купував державні облігації з метою зробити монетарну політику експансивнішою.

І останній інструмент, забезпечення кредиту, використовується коли Національний банк Швеції надає ліквідність фінансовій системі, тобто видає

---

<sup>67</sup> Riksbank. Standing deposit and lending facilities. URL: <https://www.riksbank.se/globalassets/media/rapporter/ppr/engelska/2020/200701/annex-c-to-the-minutes-further-measures-to-boost-the-liquidity-supply-in-the-economy-2020-06-30.pdf> (дата звернення: 14.05.2022).

<sup>68</sup> Monetary policy instruments Sweden. Riksbank. URL: <https://www.riksbank.se/en-gb/monetary-policy/monetary-policy-instruments/> (дата звернення: 14.05.2022).

кредити у шведських кронах або іноземній валюті, це має здійснюватися таким чином, щоб національний банк не ризикував своїм капіталом. Тому він повинен приймати забезпечення, яке є достатньо адекватним для того, щоб цього не сталося. Тому Національний банк Швеції пред'являє певні вимоги до того, що має бути затверджено як забезпечення, і вирішує, як це має бути оцінено.<sup>69</sup>

Всі ці інструменти є традиційними і допомагають Швецькому національному банку досягати своєї стратегічної мети – стабільності цін. Говорячи про періоди, коли ситуація стає нестабільною в період фінансових криз, Швеція вносить додаткові зміни до традиційних інструментів, використовуючи нетрадиційні для нівелювання впливу дестабілізуючих факторів.

У період 2015–2020 років Ріксбанк проводив активну та експансійну монетарну політику, що дозволило повернути рівень інфляції до цільового показника вже у 2017 році. Швидка та рішуча реакція центрального банку у 2020 році допомогла мінімізувати негативний вплив пандемії COVID-19 на економіку Швеції та фінансову систему.

Для досягнення макроекономічної стабільності Ріксбанк використовував нові інструменти монетарної політики, зокрема:

- запровадження негативної облікової ставки на п'ять років;
- прямі закупівлі державних, а згодом і корпоративних облігацій для зниження довгострокових процентних ставок;
- програму фінансування кредитування малого бізнесу;
- удосконалення методики оцінки вартості житла у розрахунках інфляційного таргетування.

Хоча негативні процентні ставки викликають суперечки, їх застосування було виправданим, і вони можуть знадобитися у майбутньому. Дані графіку 2.10 відображають динаміку зміни ключової процентної ставки Національного

---

<sup>69</sup> Monetary policy instruments Sweden. Riksbank. URL: <https://www.riksbank.se/en-gb/monetary-policy/monetary-policy-instruments/>

банку Швеції за період 2006–2025 років. У період до фінансової кризи 2006–2008 років Ріксбанк поступово підвищував ставку, починаючи з 1,75% у 2006 році до 4,75% у вересні 2008 року. Це було пов'язано із сильним економічним зростанням і контрольованою інфляцією. Після кризи центральний банк різко знизив ставку – вже у жовтні 2008 року вона впала з 4,75% до 3,75%, а до квітня 2009 року – до 0,50%, щоб підтримати економіку та уникнути дефляційних ризиків.

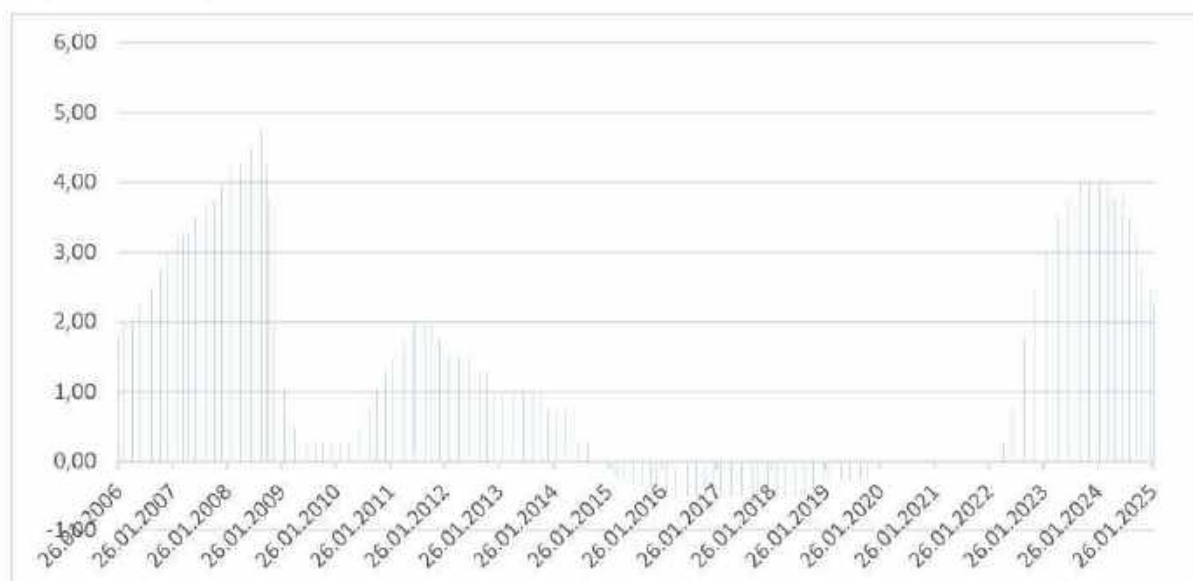


Рис. 2.10. Відсоткова ставка Національного банку Швеції січень 2006- січень 2025рр.<sup>70</sup>

Починаючи з 2010 року, шведська економіка демонструвала стабільне відновлення, що спонукало Ріксбанк підняти ставку до 2% у 2011 році. Однак з 2012 року вона знову почала знижуватися, досягнувши 0% у жовтні 2014 року, що відображало слабке зростання та низьку інфляцію. У 2015 році Ріксбанк запровадив негативну процентну ставку -0,10%, яка залишалася на рівні -0,50% з лютого 2016 по 2019 рік. Це було частиною політики кількісного пом'якшення для стимулювання економіки. У січні 2020 року Ріксбанк повернув ставку до 0%, що стало завершенням періоду негативних ставок. Упродовж 2020–2021 років ставка залишалася незмінною через пандемію

<sup>70</sup> Riksbank. Policy Rate, Deposit and Lending Rate. Web page. URL: <https://www.riksbank.se/en-gb/statistics/interest-rates-and-exchange-rates/policy-rate-deposit-and-lending-rate/>

COVID-19. У відповідь на глобальне зростання інфляції у 2022 році ставка почала швидко зростати: у травні 2022 року – 0,25%, у вересні 2022 – 1,75%, у листопаді 2022 – 2,50%, у травні 2023 – 3,50%, у вересні 2023 – 4,00%. Це свідчить про перехід до жорсткої монетарної політики для боротьби з інфляцією. Відповідно до прогнозованих даних, у травні 2024 року ставка знизиться до 3,75%, а до 2025 року – до 2,25%. Це вказує на очікуване уповільнення інфляції та повернення до більш м'якої монетарної політики. Політика Ріксбанку значною мірою визначається глобальними економічними трендами, такими як фінансова криза, низька інфляція у 2010-х, пандемія COVID-19 та інфляційний стрибок 2022 року. Період негативних ставок 2015–2019 відображає спроби стимулювати економіку, але у 2022–2023 роках відбулося швидке посилення монетарної політики для боротьби з інфляцією. Очікуване зниження ставок у 2024–2025 роках свідчить про повернення до більш збалансованої політики, спрямованої на підтримку економічного зростання без перегріву інфляції.

Суттєве розширення програми викупу активів у 2020 році стало своєчасною відповіддю на пандемічну кризу (рис. 2.11). Однак необхідно уважно відстежувати вплив таких заходів.

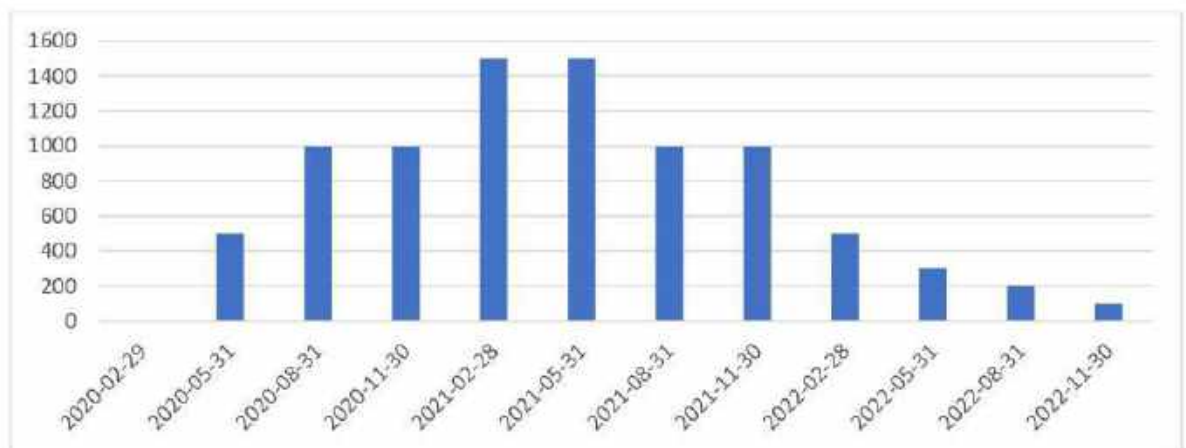


Рис.2.11. Обсяг купівлі корпоративних активів Центральним банком Швеції ( млн. крон) <sup>71</sup>

<sup>71</sup> Riksbank. Corporate Bonds – The Riksbank’s Measures in Connection with the Corona Pandemic. Web page. URL: <https://www.riksbank.se/en-gb/markets/measures-in-response-to-financial-turmoil/the-riksbanks-measures-in-connection-with-the-corona-pandemic/corporate-bonds/>

Під час пандемії COVID-19 Ріксбанк запровадив програму купівлі корпоративних облігацій, щоб підтримати кредитування та забезпечити належне функціонування фінансових ринків. Ця ініціатива була частиною ширшого пакету заходів, спрямованих на пом'якшення економічних наслідків пандемії.

Програма стартувала влітку 2020 року, коли Ріксбанк розпочав придбання корпоративних облігацій на вторинному ринку. Основна мета полягала в зниженні вартості запозичень для компаній та підтримці ліквідності на ринку корпоративних облігацій. Протягом перших місяців обсяги купівель поступово зростали, досягаючи піку наприкінці 2020 року та на початку 2021 року.

У цей період Ріксбанк придбав значну кількість облігацій, що сприяло стабілізації ринку та забезпеченню доступу підприємств до фінансування на прийнятних умовах. Однак, починаючи з другої половини 2021 року, обсяги нових купівель почали зменшуватися. Це було обумовлено покращенням економічної ситуації та зменшенням потреби в активній підтримці з боку центрального банку.

До кінця 2022 року обсяги купівель корпоративних облігацій Ріксбанком суттєво скоротилися, що відображало відновлення нормального функціонування ринку та зниження необхідності в додаткових стимулюючих заходах. Загалом, програма купівлі корпоративних облігацій відіграла ключову роль у підтримці шведської економіки під час пандемії, забезпечуючи стабільність фінансових ринків та доступ підприємств до необхідного фінансування.

Зростання уваги Ріксбанку до побічних ефектів монетарної політики, таких як функціонування банківської системи, надмірний ризик унаслідок дешевих кредитів, фінансування підприємств, що виробляють викиди вуглецю, та зростання нерівності у доходах і добробуті, є позитивною тенденцією. Однак сам банк володіє лише частиною необхідних інструментів для вирішення цих проблем.

Важливим є те, що Ріксбанк має достатню експертизу та незалежність від короткострокових політичних впливів, що робить його рекомендації щодо фінансової стабільності надзвичайно значущими. Інші економічні інституції мають пояснювати свої дії, якщо вони не дотримуються таких рекомендацій.

Комунікаційна стратегія Ріксбанку залишається на високому рівні. Проте у майбутньому слід уникати заяв, які можуть сприйматися як жорсткі зобов'язання щодо майбутніх дій, оскільки це може обмежити можливості реагування на зміну економічної ситуації.

Події березня 2020 року продемонстрували важливість оперативного використання всіх доступних інструментів для забезпечення цінової, макроекономічної та фінансової стабільності. Під час фінансових криз межа між монетарною політикою та політикою фінансової стабільності є дуже тонкою <sup>72</sup>.

Також Національний банк Швеції ухвалив рішення проводити операції на більшій кількості ринків, збільшити ліквідність у шведських кронах та покращити доступ до доларів США для контрагентів з монетарної політики. Для нівелювання факторів, що дестабілізують, у 2020 році Національний банк Швеції пом'якшив правила лімітного регулювання використання застави і надав можливість контрагентам використовувати іпотечні облігації, випущені контрагентами <sup>73</sup>.

Узагальнюючи слід відмітити, що монетарна політика ЦБ Швеції в кризових умовах демонструє високу гнучкість та адаптивність до економічних викликів. Ріксбанк використовує широкий спектр інструментів, зокрема зміну облікової ставки, викуп активів і програми забезпечення ліквідності, щоб стабілізувати економіку та фінансові ринки. Під час глобальної фінансової кризи 2008–2009 років банк швидко знизив процентні ставки та запровадив

---

<sup>72</sup> Monetary policy in Sweden 2015-2020. URL: [https://www.riksdagen.se/globalassets/05.-sa-fungerar-riksdagen/utskotten-och-eu-namnden/finansutskottet/finansutskottets-uppfoljningsarbete/review-of-swedish-monetary-policy-2015-2020\\_summary\\_en-1.pdf](https://www.riksdagen.se/globalassets/05.-sa-fungerar-riksdagen/utskotten-och-eu-namnden/finansutskottet/finansutskottets-uppfoljningsarbete/review-of-swedish-monetary-policy-2015-2020_summary_en-1.pdf)

<sup>73</sup> Monetary policy in Sweden 2015-2020. URL: <https://www.riksbank.se/globalassets/media/rapporter/ppr/engelska/2022/220428/monetary-policy-report-april-2022.pdf> (дата звернення: 14.05.2022).

інструменти підтримки банківської системи. У період низької інфляції 2015–2019 років було запроваджено політику негативних процентних ставок для стимулювання кредитування та економічного зростання. Під час пандемії COVID-19 Ріксбанк здійснив масштабні покупки державних і корпоративних облігацій, щоб забезпечити стабільність ринку та знизити вартість запозичень для компаній. Проте швидке підвищення процентних ставок у 2022–2023 роках свідчить про зміну політики на більш жорстку у відповідь на інфляційний тиск. Загалом шведська монетарна політика ефективно реагує на кризи, поєднуючи традиційні та нетрадиційні заходи.

### **2.3. Монетарна політика Польщі в сучасних умовах розвитку світової економіки**

Режим монетарної політики Польщі зазнав складних змін під час підготовки до вступу до ЄС. Загальна мета цих змін полягала у забезпеченні сталої фінансової стабільності в рамках копенгагенських критеріїв вступу до ЄС, а саме завдання створення ринкової економіки, що добре функціонує. Для того, щоб створити стабільне фінансове середовище, перед Національним Банком Польщі стояло завдання розробити належну систему монетарної політики, яка ефективно стримувала б інфляцію та сприяла створенню надійної репутації політики.

З 1999 року під час проведення монетарної політики використовується стратегія прямого таргетування інфляції. У рамках цієї стратегії Рада з монетарної політики визначає мету інфляції, а потім коригує базові відсоткові ставки НБП, щоб максимізувати ймовірність досягнення мети <sup>74</sup>.

---

<sup>74</sup>Monetary Policy in Poland. Narodowy bank Polski. URL: [https://www.nbp.pl/homen.aspx?f=/en/onbp/polityka\\_pieniezna.html](https://www.nbp.pl/homen.aspx?f=/en/onbp/polityka_pieniezna.html)



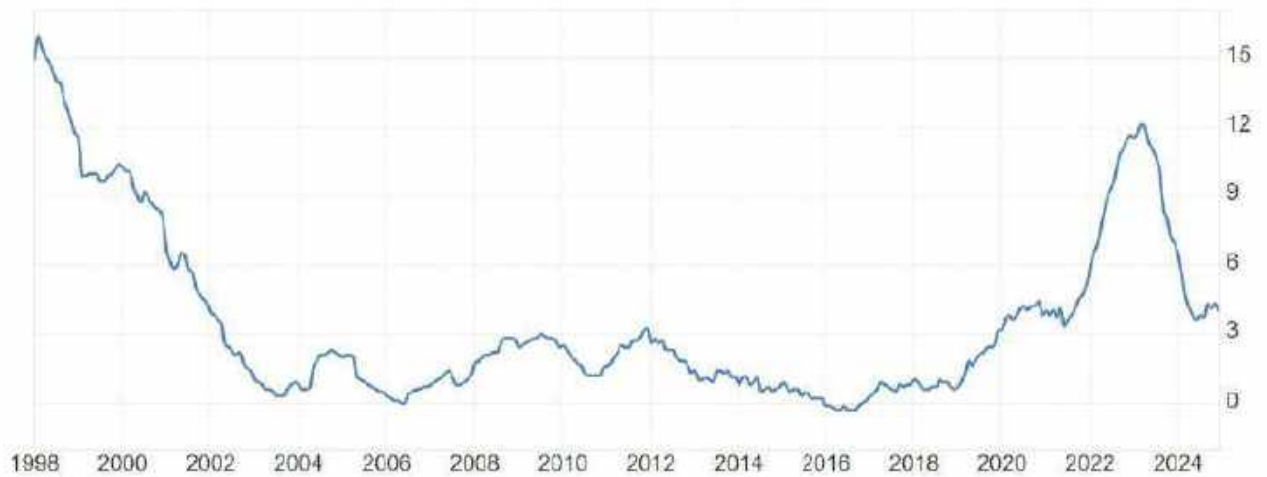


Рис.2.12. Рівень інфляції у Польщі у 2000-2021 роках (%)<sup>75</sup>

На початку 1998 року рівень інфляції був надзвичайно високим, але протягом наступних років він швидко зменшувався, що може бути пов'язано з жорсткою монетарною політикою та структурними реформами в економіці. У 2000–2003 роках інфляція залишалася на низькому рівні, з періодичними короткостроковими зростаннями, проте загальна тенденція була низхідною. Після 2003 року рівень інфляції стабілізувався на дуже низьких значеннях, що свідчить про макроекономічну стабільність та контрольовану цінову динаміку.

У період 2007–2012 років відбулося кілька хвиль зростання інфляції, що співпадає з глобальною фінансовою кризою 2008 року та її наслідками. Незважаючи на певне підвищення цін у цей період, інфляція залишалася порівняно помірною. З 2014 по 2018 рік рівень інфляції був низьким, що можна пояснити сприятливою економічною ситуацією, стабільними цінами на енергоносії та ефективною політикою Національного банку Польщі. Починаючи з 2019 року, спостерігалось поступове зростання інфляції, яке різко прискорилося у 2021–2022 роках. Пік інфляції припав на 2022 рік, коли її рівень перевищив 12%, що було спричинене глобальними економічними потрясіннями, пандемією COVID-19, проблемами у ланцюгах постачання та енергетичною кризою через війну в Україні. Високий рівень інфляції у цей період змусив центральний банк вжити заходів щодо її стримування, зокрема

<sup>75</sup> Trading Economics. Poland Core Inflation Rate. Web page. URL: <https://tradingeconomics.com/poland/core-inflation-rate>

підвищення процентних ставок. У 2023 році інфляція почала швидко знижуватися, відображаючи ефект посиленої монетарної політики та стабілізацію енергетичних та продовольчих ринків. Проте на початку 2024 року спостерігається стабілізація на рівні близько 3–4%, що свідчить про завершення фази різкого зниження та перехід до нового рівноважного стану економіки.

З початку 2004 року Національний Банк Польщі дотримується постійного цільового показника інфляції на рівні 2,5% із допустимим діапазоном коливань +/- 1 процентний пункт. НБП підтримує відсоткові ставки на рівні, відповідному прийнятому цільовому показнику інфляції, впливаючи на рівень номінальних короткострокових відсоткових ставок. Ставка НБП є основним монетарним інструментом та впливає на ставки за кредитами і депозитами в комерційних банках і, отже, на розмір кредитів, попит в економіці та рівень інфляції.

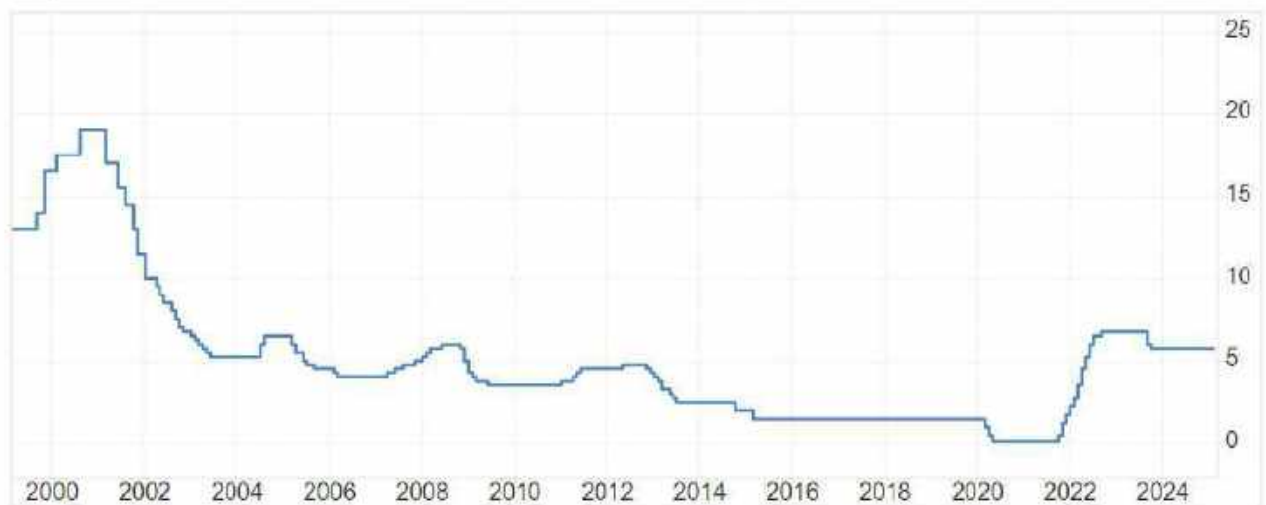


Рис. 2.13. Вісоткова ставка Центрального банку Польщі <sup>76</sup>

На початку 2000-х років ставка була на дуже високому рівні, перевищуючи 20%, що свідчить про жорстку монетарну політику, спрямовану на боротьбу з інфляцією та стабілізацію економіки після перехідного періоду 1990-х років. Протягом 2001–2005 років спостерігалось поступове зниження

<sup>76</sup> Trading Economics. Poland Interest Rate. Web page. URL: <https://tradingeconomics.com/poland/interest-rate>

ставки, що могло бути результатом уповільнення інфляції та загальної макроекономічної стабілізації. У період 2005–2008 років ставка залишалася відносно стабільною, з незначними коливаннями, що вказує на збалансовану монетарну політику.

Під час глобальної фінансової кризи 2008–2009 років Центробанк Польщі різко знизив ставку, намагаючись пом'якшити економічний спад і підтримати кредитування. У 2010–2012 роках було короткочасне підвищення ставок, що могло бути відповіддю на інфляційні ризики. Однак після 2012 року відбулося поступове зниження, і з 2015 по 2020 рік ставка залишалася на рекордно низькому рівні, що свідчить про стимулюючу монетарну політику та відсутність серйозних інфляційних загроз.

Після початку пандемії COVID-19 у 2020 році Центральний банк знизив ставку до історичних мінімумів, щоб підтримати економіку в умовах кризи. Однак у 2021–2022 роках, на тлі зростання інфляції та глобальних економічних потрясінь, ставка почала стрімко зростати, досягнувши понад 6%. Це було частиною боротьби з інфляційним шоком, спричиненим пандемією, порушенням ланцюгів постачання та зростанням цін на енергоносії. У 2023 році ставка стабілізувалася на рівні близько 6%, що свідчить про завершення фази активного підвищення та перехід до очікуваного зниження інфляції. Загалом графік демонструє, що процентна політика Центрального банку Польщі тісно пов'язана з глобальними економічними циклами, і реагування на кризи супроводжується як різкими зниженнями ставок у періоди рецесії, так і швидкими підвищеннями в умовах інфляційного тиску.

Також НБП використовує операції на відкритому ринку, резервні вимоги та кредитно-депозитні операції. В даний час операції на відкритому ринку, що проводяться Національним Банком Польщі, полягають у випуску власних боргових цінних паперів (7-денних векселів грошового ринку НБП), мінімальна дохідність яких дорівнює обліковій ставці, прийнятій Радою з грошової політики. Резервні вимоги встановлюються Радою з монетарної

політики. З 31 грудня 2010 року норма обов'язкових резервів становить 3,5% для всіх видів депозитів, за винятком коштів, одержаних за договорами РЕПО, норма обов'язкових резервів за якими становить 0%. Говорячи про такий інструмент, як кредитно-депозитні операції, він використовується в тих випадках, коли Національний Банк Польщі проводить основні операції на відкритому ринку зі строком погашення 7 днів, найкоротші (особливо овернайт) ставки міжбанківського ринку можуть зазнавати значних коливань. Для обмеження таких коливань є кредитно-депозитні операції, що проводяться з комерційними банками з їхньої ініціативи; до них відносяться ломбардний кредит та термінові депозити банків у Центральному Банку Польщі (депозити овернайт)<sup>77</sup>.

Говорячи про реакцію на фінансові кризи, остання з яких була викликана пандемією, НБП швидко відреагував на початок пандемії. У відповідь на кризу Covid-19, Національний Банк Польщі зробив негайні та безпрецедентні кроки як щодо стандартних, так і нестандартних інструментів монетарної політики. У відповідь на спалах пандемії стратегія прямого інфляційного таргетування відійшла на другий план, а на перший вийшла стратегія порятунку та підтримки економіки. Більше того, виник зв'язок між державою та банками, оскільки національний банківський сектор став власником ще більшого, ніж до пандемії COVID-19, обсягу національних облігацій, випущених державним казначейством.

Серед нестандартних інструментів, використаних Національним Банком Польщі у відповідь на кризу 2020, насамперед слід зазначити проведення політики кількісного пом'якшення. Цей крок слід розглядати як історичний і безпрецедентний: ніколи раніше Національний Банк Польщі не робив подібних операцій. Його головна мета – змінити структуру ліквідності в банківському секторі, підтримати функціонування ринку державних облігацій

---

<sup>77</sup> Monetary Policy Instruments. Narodowy bank Polski. URL: [https://www.nbp.pl/homen.aspx?f=/en/onbp/informacje/polityka\\_pieniezna.html](https://www.nbp.pl/homen.aspx?f=/en/onbp/informacje/polityka_pieniezna.html) (date of access: 13.04.2022).

та зміцнити ефект зниження процентних ставок. Викуп активів, який супроводжувався зменшенням ставок, призвів до історично низької прибутковості державних облігацій, що дозволило уряду Польщі залучати фінансування за мінімальною вартістю. Впровадження QE також допомогло знизити вартість кредитування, підтримати економічну активність і зменшити вплив фінансової турбулентності. У 2021 році обсяги викупу активів скоротилися, що свідчить про обмежений потенціал цього інструменту в довгостроковій перспективі.<sup>78</sup>

Купівля активів у поєднанні зі зниженням відсоткових ставок також призвела до значного зниження прибутковості облігацій, яка досягла історично низького рівня. Таким чином держава могла залучати борги на вигідних умовах. Завдяки діяльності НБП у 2020 році економія державного бюджету на вартості обслуговування державного боргу оцінювалася у 7,2 млрд. злотих.<sup>79</sup> Понад те, зміни у дохідності казначейських цінних паперів були досить різкими, масштаб яких у багато разів перевищував історичні спостереження волатильності. Частково це було викликано зниженням ліквідності ринку. Зниження ліквідності ринку казначейських облігацій позначилося - серед іншого - у зростаючому спреї між прибутковістю польських облігацій на вторинному ринку, особливо для менш ліквідних казначейських облігацій з плаваючим купоном, і у збільшенні спрею так званих свопів активів (відбивають загальний вплив ринку облігацій та IRS).

Одним із нових нестандартних інструментів монетарної політики для Польщі є вексельний дисконтний кредит. Bill discount credit вперше був запроваджений Національним банком Польщі у 2010 році як реакція на фінансову кризу 2007–2008 років. Це не був стандартний інструмент

---

<sup>78</sup> Zaleska M. Reaction of the National Bank of Poland to the Impact of the COVID-19 Pandemic. *European Research Studies Journal*, 2022, Vol. XXV, Issue 1, pp. 938–954. URL: <https://www.um.edu.nt/library/oar/bitstream/123456789/98525/1/ERSJ25%281%29A59.pdf>

<sup>79</sup> Narodowy bank Polski. More than PLN 7.4 billion of NBP's profit was transferred today to the state budget. 2020. URL: <https://www.nbp.pl/homen.aspx?f=/en/aktualnosci/2020/20200601en.html> (date of access: 13.04.2022).

монетарної політики, але його використання дозволяло забезпечити ліквідність банківської системи під час кризи. Він є тимчасовим механізмом, який застосовується виключно в періоди економічної нестабільності.

Суть цього інструменту полягає в тому, що NBP приймає до дисконту векселі, видані підприємствами, які отримали короткострокові кредити в комерційних банках. Це дозволяє банкам швидше отримувати ліквідність, забезпечуючи кредитування підприємств, особливо в кризові періоди. Процентна ставка за цим кредитом є відносно низькою і визначається Радою з монетарної політики (RPP).

У 2020 році, під час кризи, спричиненої пандемією COVID-19, NBP знову активував цей інструмент для підтримки економіки. Його мета полягала в забезпеченні підприємств короткостроковою ліквідністю через кредити на поповнення обігових коштів. При цьому комерційні банки, що працюють з цим механізмом, повинні мати стабільний фінансовий стан і відповідати вимогам щодо достатності капіталу та ліквідності.

Головна відмінність між використанням цього механізму у 2010 та 2020 роках полягала у відсутності жорстких вимог до підприємств щодо їхнього фінансового стану та кредитоспроможності. Це дозволило розширити доступ бізнесу до ліквідності та швидко реагувати на економічні виклики пандемії.<sup>80</sup>

Загалом, *bill discount credit* є ефективним інструментом підтримки економіки під час криз, оскільки він сприяє доступу до кредитних ресурсів, зменшує ризики ліквідності для банків та забезпечує безперервність фінансування бізнесу. Однак його використання має обмежений часовий характер і застосовується лише в періоди нестабільності.

Усі ці інструменти монетарної політики допомогли нівелювати наслідки фінансової кризи та стабілізувати економіку Польщі.

---

<sup>80</sup> Zaleska M. Reaction of the National Bank of Poland to the Impact of the COVID-19 Pandemic. *European Research Studies Journal*, 2022, Vol. XXV, Issue 1, pp. 938–954. URL: <https://www.um.edu.mt/library/oar/bitstream/123456789/98525/1/ERSJ25%281%29A59.pdf>

## РОЗДІЛ 3

### АНАЛІЗ ЕФЕКТИВНОСТІ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ УКРАЇНИ

#### 3.1. Монетарна політика Центрального банку України

Пріоритетом монетарної політики України виступає досягнення та забезпечення цінової стабільності. Основним режимом монетарної політики є інфляційне таргетування, яке покликано сприяти стабільності цін та національної валюти. Низька та стабільна інфляція виступає необхідною передумовою для макроекономічної стабільності та відповідно для формування сприятливого середовища та забезпечення фінансової стабільності<sup>81</sup>.

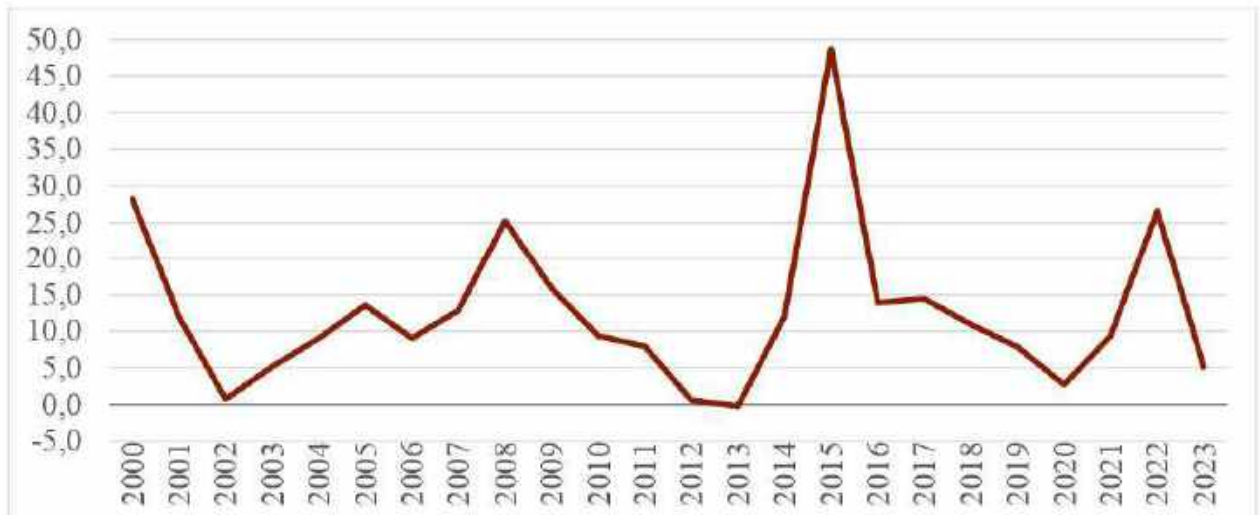


Рис.3.1. Рівень інфляції в Україні у 2010-2023 роках (%)<sup>82</sup>

Дані, на рис.3.1. вказують на те, що рівень інфляції в Україні зазнав значних коливань протягом 2000-2023 рр. У 2000 р. інфляція в країні склала 28,2%. Країна зіткнулася зі структурними проблемами, слабкою економічною політикою та проблемами управління, що сприяло інфляційному тиску. Завдяки заходам, спрямованим на стабілізацію економіки, у 2001 р. показник становив вже 12 % (рис. 3.1). Можна відзначити, що інфляція

<sup>81</sup> Інфляційне таргетування. Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/monetary/about> (дата звернення: 14.05.2022).

<sup>82</sup> Inflation, consumer prices (annual %) – Ukraine. Worldbank. URL: <https://data.worldbank.org/indicator/FP.CPI.TOTL.ZG?locations=UA> (date of access: 13.04.2022).

особливо суттєво залежала від макроекономічних коливань економічної системи України. У 2000-х роках спостерігалася вища інфляція попиту, оскільки водночас відбувалося зростання реального ВВП України, а також реальних доходів українців<sup>83</sup>. Через жорстку монетарну політику, структуральні реформи та стан економіки в світі у 2002 р. інфляція становила лише 0,8%. Однак надалі спостерігалось поступове зростання щорічної інфляції на рівні вищому за цільовий.

Як наслідок світової фінансової кризи інфляція у 2008 р. оцінювалась у 25,2%. Надалі інфляційний тиск вдалось стримати, а темп зростання цін зменшувався кожного року. Проте у 2012 р. інфляція становила лише 0,6%, а у 2013 р. країна зіптовхнулася із дефляцією у розмірі -0,2%. На дану ситуацію вплинули політична невизначеність даного періоду, зменшення споживчого попиту, зниження економічної активності та песимістичні настрої інвесторів. Надалі в країні простежувався значний ріст інфляції, яка в 2015 р. досягнув 48,7%. 2014-2015 рр. зменшилися реальні доходи населення, зменшилося виробництво внаслідок втрати контролю за тимчасово окупованими територіями на сході України та Автономній Республіці Крим. Відбулася деіндустріалізація української економіки, а також майже триразова девальвація гривні, що спричинило різкий ріст інфляції у 2014-2015 рр., На початку 2016 року Національний банк України перейшов до використання режиму інфляційного націлення. Підготовча робота для цього проходила у кілька етапів.

На першому етапі, який завершився до 2015 року, розпочалося реформування НБУ, було збудовано макроекономічні моделі та встановлено квартальний прогнозний цикл. На другому етапі, який проходив у першому півріччі 2015 року, було внесено зміни до процесу прийняття рішень щодо монетарної політики, створено комітет із монетарної політики, опубліковано інфляційний звіт, розроблено проект стратегії монетарної політики на 2016-

---

<sup>83</sup> Ільчук Г. П., Коць О. О., Данилів І. Л. Інфляційне таргетування як стратегія ГКП: закордонний та вітчизняний досвід. Мукачівський державний університет, 2017. № 11. С. 426-432.



2020 роки. На третьому етапі, який проходив у 2015-2016 роках, проводилася монетарна політика, спрямована на цінову стабільність, приймалися рішення згідно з графіком та розвивалися системні комунікації з монетарної політики. Також було створено нові операційні засади управління ринковими відсотковими ставками.

У 2016 році НБУ оприлюднив Дорожню карту щодо переходу до інфляційного таргетування, яка була розрахована на наступні 12-18 місяців. У цьому документі визначено план дій щодо реалізації стратегії монетарної політики на 2016-2020 роки. Основною метою стратегії є досягнення рівня інфляції. До кінця 2016 року показник інфляції мав становити 12% з можливістю відхилення +/-3%, до кінця 2017 року - 8% з можливістю відхилення +/-2%, до кінця 2018 року - 6% з можливістю відхилення +/-2 %, а до кінця 2019 року – 5% з можливістю відхилення +/-1% <sup>84</sup>.

У 2016 році споживча інфляція стрімко знизилася до цільового рівня, проголошеного Національним банком України. У грудні минулого року вона становила 12,4%, у той час як у 2015 році споживчі ціни зросли на 43,3%, свідчать дані Державної служби статистики України. Фактичний рівень інфляції на кінець 2016 року був близьким до прогнозів Національного банку на рівні 12%, що публікувалися в Інфляційних звітах з середини 2015 року. Таким чином, ціль з інфляції на 2016 рік, визначена Стратегією монетарної політики на 2016-2020 роки у межах 12% ± 3 п.п., досягнуто. Швидке зниження інфляції у 2016 році відбулося насамперед завдяки фундаментальним факторам. Про це свідчило стрімке уповільнення базової інфляції (до 5,8%). Також значний внесок мало помірне зростання цін на сирі продукти харчування. Водночас основними чинниками збільшення цін стало підвищення тарифів на житлово-комунальні послуги та подорожчання палива.<sup>85</sup>

<sup>84</sup> Національний банк України. Дорожня карта Національного банку з переходу до інфляційного таргетування. Веб сторінка. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/dorojnya-karta-natsionalnogo-banku-z-perehodu-do-inflyatsiynogo-targetuvannya>

<sup>85</sup> Національний банк України. Коментар Національного банку України щодо рівня інфляції у 2016

Рівень інфляції нижче 10% вдалося досягти лише у 2018 р. У 2019 р. рівень інфляції оцінювався у 7,9%. У 2020 р. через спад економічної активності внаслідок карантинних обмежень інфляція впала до 2,7%. Через повномасштабне вторгнення росії в Україну у 2022 р. спостерігався значний ріст цін, який за даний рік становив 26,6%. Діями СБУ інфляцію вдалось стримати, та у 2023 р. вона була на рівні 5,1%.

Оптимальний цільовий рівень інфляції, який відповідає фундаментальним основам економіки України на цьому етапі, визначається Національним банком України на рівні 5%. Як видно на рис.3.1., ця ціль у даний період часу недосяжна через високий рівень волатильності та вплив зовнішніх ефектів, таких як війна на сході України у 2014 році та військовий стан з 2022 року.

В Україні проблема полягає в тому, що значна частка доходів багатьох домогосподарств витрачається на витрати на продовольчі товари та комунальні послуги, перевищуючи 50%. Проте загальний індекс інфляції не відбиває реального падіння доходів населення. Це говорить про те, що інфляція в Україні радше руйнівна для національної економіки, аніж конструктивна. Знецінення національної валюти призводить до падіння реальних доходів населення, обмежує можливість виробництва більшої кількості товарів та послуг, призводить до переходу працівників до інших сфер, де ціни зростають швидше, а також знижує довіру населення до національної валюти<sup>86</sup>

Інфляція та грошова маса є фундаментальними економічними категоріями, які безпосередньо впливають на фінансову стабільність держави та рівень добробуту населення. Грошова маса визначає кількість грошей в

---

році. Веб сторінка. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/komentar-natsionalnogo-banku-ukrayini-schodo-rivnya-inflyatsiyi-u-2016-rotsi>

<sup>86</sup> НБУ: девальвація гривні може додати до інфляції 2-3 п.п. Finbalance веб-сайт. URL <https://finbalance.com.ua/news/nbu-devalvatsiya-hrivni-dodast-inflyatsi-2-3-pp>

обігу, тоді як інфляція характеризує рівень знецінення грошей та зростання загального рівня цін. Теоретично між цими явищами існує тісний взаємозв'язок: збільшення пропозиції грошей за незмінних інших умов може призводити до інфляційного тиску, тоді як жорстке обмеження грошової маси здатне спровокувати дефляційні процеси.

Класична економічна теорія, зокрема кількісна теорія грошей, стверджує, що довгострокове зростання грошової маси без відповідного збільшення виробництва веде до підвищення рівня цін.

Грошова маса України у 2000 р. оцінювалась у 32 млрд. грн. або 17,9% від ВВП, що було обумовлено відносно нещодавнім введенням гривні як валюти та економічним становленням України після отримання незалежності. Надалі даний показник зростав значними темпами. Так, протягом 2001-2008 рр. грошова маса в середньому зростала на 42% щорічно. Однак у 2009 р. грошова маса зменшилась на 5,5%, що було пов'язано з заходами уряду країни для зменшення інфляційного тиску 2008 р., пов'язаного із наслідками світової фінансової кризи (рис.3.3).

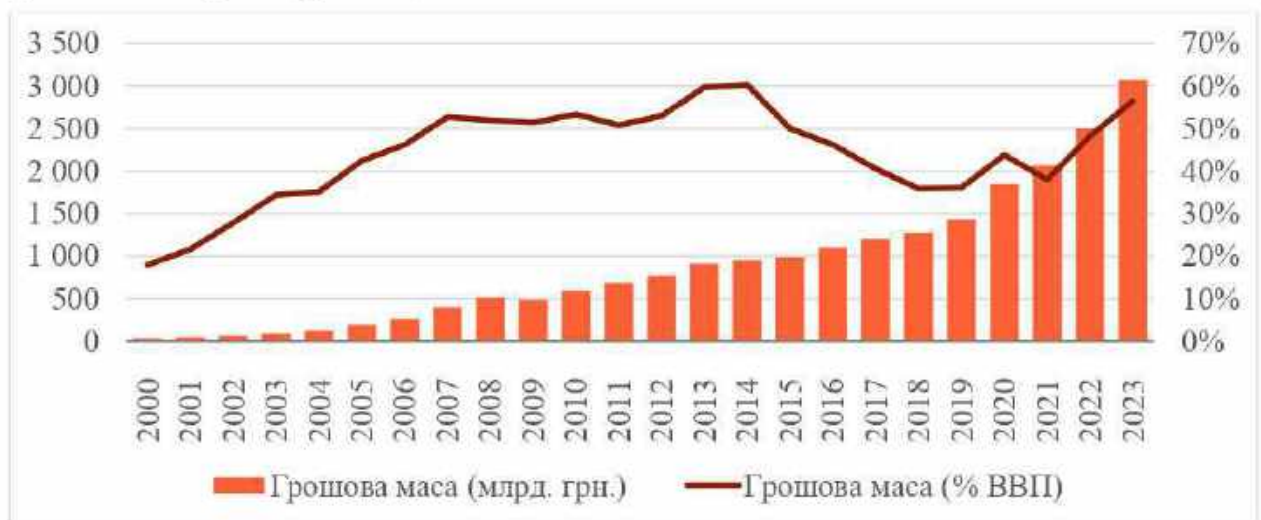


Рис. 3.2. Обсяг грошової маси (млрд. грн. та у % від ВВП) в Україні у 2000-2023 рр.<sup>87</sup>

<sup>87</sup> Broad money (LCU). World Bank Database. URL: <https://data.worldbank.org/indicator/FM.LBL.BMNY.CN>

Основним інструментом монетарної політики України виступає облікова ставка за якою Національний банк України здійснює основні операції з комерційними банками з надання або залучення коштів у межах проведення монетарної політики. Облікова ставка є орієнтиром ціни на гроші. Її динаміка характеризує стан монетарної політики (жорстка або м'яка). За ключовою ставкою проводяться основні операції з регулювання ліквідності, які мають найбільший вплив на стан фінансового сектору<sup>88</sup>

Ключова процентна ставка доповнюється коридором процентних ставок за кредитними та депозитними операціями овернайт з метою управління короткостроковими процентними ставками міжбанківського кредитного ринку шляхом обмеження їх коливань навколо ключової процентної ставки.

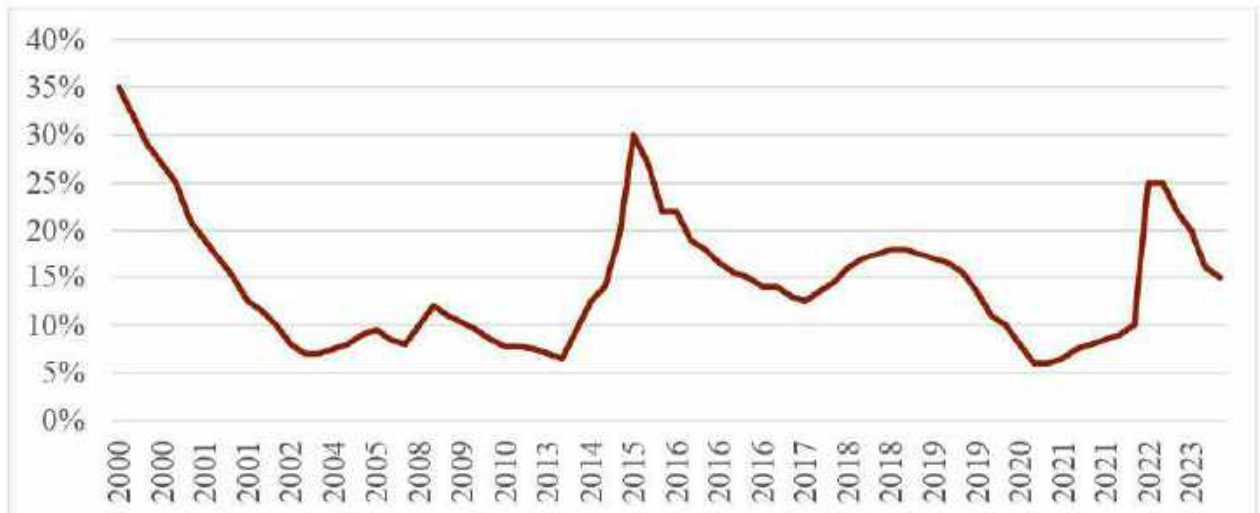


Рис. 3.3. Рівень облікових ставок НБУ протягом 2000-2022 років, відсотки.<sup>89</sup>

Розглядаючи зміну процентної ставки НБУ, можна побачити, що зміна даного показника корелює зі зміною інфляції в країні. Так, на початку 2000 р. ставка становила 35% та поступово була знижена до 27%. Даний високий рівень був пов'язаний зі спробою НБУ стримати значний інфляційний тиск на економіку України. Із стабілізацією економічної активності також була

<sup>88</sup> Національний банк України. Стратегія монетарної політики Національного банку України. 2018. URL: <https://bank.gov.ua/ua/files/NUZWpbuLoRPDcNM> (дата звернення: 14.05.2022).

<sup>89</sup> Статистика фінансового сектору, Національний Банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial>

зменшена й процентна ставка, яка до 2002 р. була знижена до 7%. Наступне значне збільшення даного показника до 30% відбулось у 2015 р., що знову було спричинено рекордною інфляцією та невизначеністю в країні в даний період. У період пандемії урядом було прийнято зменшити процентну ставку задля відновлення економічної активності та попиту в країні: у 2021 р. вона була встановлена на рівні 6%, що було найнижчим значенням за розглянутий період. Через повномасштабну війну, яка почалась у 2022 р., процентна ставка в даний рік була збільшена до 25%. Із певною стабілізацією економічного стану у 2023 р. ставка зменшилась до 15%

Обов'язкові резерви також виступають монетарним інструментом, який використовує Україна. Він накладає на банки зобов'язання зберігати частину залучених коштів на кореспондентському рахунку в Національному банку України.

Через воєнні дії першочергове значення займає не досягнення цілей монетарної політики, а забезпечення стабільного функціонування банківської і фінансової системи країни. Високий рівень невизначеності призводить до неможливості здійснення монетарної політики в форматі інфляційного таргетування з плаваючим валютним курсом. Монетарна політика України в умовах війни зазнала суттєвих трансформацій, спрямованих на забезпечення фінансової стабільності та контроль за валютним ринком. Одним із ключових чинників ефективності заходів НБУ є високий рівень довіри до центрального банку, що зріс після початку повномасштабного вторгнення.

Значний рівень довіри дозволив регулятору впроваджувати нові інструменти та адаптувати монетарну політику до кризових умов. Спочатку центральний банк перейшов від режиму інфляційного таргетування до фіксованого обмінного курсу, що дало змогу стабілізувати ситуацію, обмежити валютні ризики та заякорити інфляційні очікування. Однак у довгостроковій перспективі фіксація курсу могла викривлювати ринок і збільшувати макроекономічні дисбаланси. Тому в червні 2023 року НБУ представив оновлену стратегію, спрямовану на поступове пом'якшення

валютних обмежень, перехід до більш гнучкого курсу та повернення до інфляційного таргетування.

Рівень довіри суспільства до НБУ



Баланс довіри-недовіри\*



\*різниця між частками тих, хто довіряє та тих, хто не довіряє Національному банку

Рис. 3.4 Рівень довіри суспільства до НБУ (%)<sup>90</sup>

У жовтні 2023 року відбувся перехід до режиму керованої гнучкості, що зменшило залежність від адміністративного контролю. Цей крок став можливим завдяки стійкому зниженню інфляції, накопиченню значних міжнародних резервів та підвищенню привабливості гривневих депозитів і облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП). За нового режиму офіційний курс визначається операціями на міжбанківському валютному ринку, що дозволяє курсу реагувати на зміни попиту та пропозиції. НБУ продовжує контролювати ситуацію, компенсуючи структурний дефіцит іноземної валюти та обмежуючи різкі курсові коливання.<sup>91</sup>

Одним із ключових інструментів регулювання під час війни стали валютні обмеження, які спрямовувалися на контроль за рухом капіталу та зменшення ризиків впливу валюти. Обмеження торкнулися як фізичних, так і юридичних осіб, причому для кожної групи вони мали свої особливості.

<sup>90</sup> Лепушинський В. Монетарна політика НБУ в умовах воєнного стану. Національний банк України, грудень 2023. URL: [https://bank.gov.ua/admin\\_uploads/article/Lepushynskyyu\\_pr\\_22.12.2023.pdf](https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Lepushynskyyu_pr_22.12.2023.pdf)

<sup>91</sup> Національний банк України. НБУ впроваджує керовану гнучкість обмінного курсу, що посилить стійкість валютного ринку та економіки. Веб сторінка. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/nbu-vprovadjuje-kerovanu-gnuchkist-obminnogo-kursu-scho-posilit-stiykist-valyutnogo-rinku-ta-ekonomiki>

Обмеження Національного банку для фізичних осіб під час воєнного стану<sup>92,93</sup>

Дата	Зняття готівки	Зняття готівки за кордоном	Транскордонні перекази між фіз. особами	Купівля іноземної валюти
24.02.2022	Ліміт – 100 тис. грн/день (для грн); повна заборона для іноземної валюти	Без обмежень	Без обмежень	Повна заборона
04.03.2022	Ліміт – 30 тис. грн/день (лише для іноземної валюти)	Без обмежень	Без змін	Без змін
21.03.2022	Ліміт – 100 тис. грн/день (лише для іноземної валюти)	Ліміт – 100 тис. грн/місяць	Ліміт – 100 тис. грн/місяць (лише для валютних рахунків)	Без змін
20.05.2022	Без змін	Ліміт – 50 тис. грн/місяць	Без змін	Без змін
21.07.2022	Без змін	Ліміт – 12,5 тис. грн/тиждень	Ліміт – 30 тис. грн/місяць (для гривневих рахунків)	Купівля іноземної валюти на депозит – 100 тис. грн / 3 міс. строк
29.09.2022	Без змін	Заборона на переказ з гривневих рахунків	Купівля іноземної валюти на депозит – 100 тис. грн / 3 міс. строк	Без змін
Квітень 2023	Ліміт – 100 тис. грн/день (лише для іноземної валюти)	Ліміт – 12,5 тис. грн/тиждень	Ліміт – 100 тис. грн/місяць (лише для валютних рахунків). Заборона переказу з гривневого рахунку	Можливість купівлі іноземної валюти на депозит – 100 тис. грн / 3 міс. строк
28.08.2023	Без змін	Без змін	Знято обмеження обов'язкової завозки депозиту. Ліміт – 50 тис. грн місяць. Збільшено ліміт купівлі валюти з подальшим розміщенням на депозит – 200 тис. грн / 3 міс.	Без змін

<sup>92</sup> Правління Національного банку України. Постанова від 24.02.2022 № 18 "Про роботу банківської системи в період запровадження воєнного стану". Веб сторінка. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0018500-22#Text>

<sup>93</sup> Лук'яненко І. Г., Гречаний П. О. Монетарна політика України під час війни. Наукові записки НаУКМА. Економічні науки, 2024, 9(1), с. 54–65. URL: <https://ekmair.ukma.edu.ua/server/api/core/bitstreams/3982649d-ae88-406d-8b89-3d8e42c94221/content>

30.11.2023	Без змін	Без змін	Знято всі обмеження на продаж готівкової валюти	Без змін
Квітень 2024	Ліміт – 100 тис. грн/день (лише для іноземної валюти)	Ліміт – 12,5 тис. грн/тиждень	Знято всі обмеження на продаж готівкової валюти. Дозволено купівлю безготівкової іноземної валюти на суму до 50 тис. грн на місяць	Без змін
Грудень 2024	Без змін	Без змін	НБУ дозволив транскордонні перекази фізичних осіб за рахунок власної іноземної валюти за певних умов.	Без змін

Для громадян запроваджені обмеження передусім стосувалися доступу до валютних операцій та переказів за кордон. Основні обмеження включали: обмеження на зняття готівки як у гривні, так і у валюті, що стримувало неконтрольований вивід коштів із банківської системи; обмеження на купівлю валюти в комерційних банках, що допомогло зменшити ажіотажний попит на іноземну валюту в перші місяці війни та обмеження на міжнародні грошові перекази (P2P), які були введені з метою уникнення виведення коштів у значних обсягах без чіткої економічної необхідності.

Ці заходи дозволили тимчасово стабілізувати валютний ринок і запобігти панічним розпродажам гривні. Проте поступове пом'якшення обмежень свідчить про поступове повернення до ринкових механізмів. На кінець 2023 року більшість початкових обмежень було послаблено, хоча жорсткий контроль за переказами за кордон все ще зберігався для запобігання спекулятивним операціям.

Для бізнесу валютні обмеження мали переважно антикризовий характер і стосувалися зовнішньоекономічних операцій.



Обмеження Національного банку для юридичних осіб під час воєнного стану<sup>94,95</sup>

Дата	Оплата імпорту	Термін погашення	Погашення боргів	Перекази в іноземній валюті філіям
24.02.2022	Заборона, окрім критичного імпорту	Без обмежень	Повна заборона	Повна заборона
04.03.2022	Поступове збільшення	Без змін	Без змін	Без змін
04.04.2022	Без змін	90 днів	Без змін	Без змін
07.06.2022	Без змін	120 днів	Без змін	Без змін
07.07.2022	Без змін	180 днів	Можлива виплата відсотків	Без змін
29.09.2022	Без змін	Без змін	Можлива виплата відсотків	Можливі перекази на користь філій
Квітень 2023	Без обмежень на товари. Деякі обмеження на послуги	180 днів	Можлива виплата відсотків	Без змін
21.06.2023	Без змін	Без змін	Дозволено погашати відсотки за кредитами, отриманими після 20 червня 2023 р. Максимальна річна ставка – 12 %, термін – 3 роки	Без змін
30.11.2023	Розширено перелік послуг	Без змін	Без змін	Без змін
Квітень 2024	Без обмежень на товари. Деякі обмеження на послуги	180 днів	Оплата 3% за кредити, отримані після 20 червня 2023 р.	Можливі перекази на користь філій
Травень 2024	Без змін	Без змін	Без змін	НБУ впровадив найбільший пакет пом'якшення валютних обмежень для підприємств з початку війни
Грудень 2024	Без змін	Без змін	НБУ уточнив умови репатріації дивідендів за кордон	Без змін

<sup>94</sup> Лук'яненко І. Г., Гречаний П. О. Монетарна політика України під час війни. Наукові записки НаУКМА. Економічні науки, 2024, 9(1), с. 54–65. URL: <https://ekmair.ukma.edu.ua/server/api/core/bitstreams/3982649d-ae88-406d-8b89-3d8e42c94221/content>

<sup>95</sup> Національний банк України. Національний банк уточнив низку валютних обмежень. Веб сторінка. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/natsionalniy-bank-utochniv-nizku-valyutnih-obmejen-19788>

Найважливіші обмеження для юридичних осіб включали: контроль за оплатою імпортованих товарів – у перші місяці війни дозволялися лише критичні імпортні операції, що допомогло контролювати відтік валюти; обмеження на транскордонні фінансові операції – погашення боргів перед іноземними кредиторами було тимчасово заблоковане, щоб уникнути масового відтоку валюти з країни та обмеження на перекази в іноземній валюті – підприємства не могли вільно виводити кошти за кордон, що захистило внутрішній валютний ринок від надмірного тиску.

Ці заходи були необхідними для збереження валютних резервів та стримування девальвації. Водночас вони створювали труднощі для підприємств, що працюють з іноземними партнерами. Починаючи з кінця 2022 року, відбувалося поступове пом'якшення обмежень, особливо для бізнесу, який займається експортом та імпортом стратегічно важливих товарів.

Аналіз даних НБУ свідчить, що запроваджені обмеження суттєво знизили активність на валютному ринку та допомогли регулятору мінімізувати ризики значної девальвації гривні.



Рис. 3.5. Операції на безготівковому валютному ринку (всі учасники)<sup>96</sup>

Порівняно з довоєнним періодом, обсяг операцій на валютному ринку скоротився майже на 50%, що свідчить про контрольоване управління

<sup>96</sup> Лук'яненко І. Г., Гречаний П. О. Монетарна політика України під час війни. Наукові записки НаУКМА. Економічні науки, 2024, 9(1), с. 54–65. URL: <https://ekmair.ukma.edu.ua/server/api/core/bitstreams/3982649d-ae88-406d-8b89-3d8e42c94221/content>

попитом і пропозицією валюти.

Перехід до режиму керованої гнучкості валютного курсу у жовтні 2023 року став черговим важливим кроком у реформуванні валютної політики, оскільки дозволив зменшити адміністративний тиск на ринок і створити передумови для поступового повернення до інфляційного таргетування.

В рамках грошово-кредитної політики в умовах воєнного стану, НБУ поступово відмінить існуючі обмеження на валютні транзакції залежно від позитивних змін в платіжному балансі.

Як зазначає Олександр Петрик у своїй публікації “Оцінка монетарної політики НБУ у 2022 році”, Основні напрямки діяльності НБУ в цьому контексті можна класифікувати як спроби стабілізувати валютний ринок, забезпечити ліквідність банківської системи, та контролювати кредитні умови в країні<sup>97</sup>.

Валютні інтервенції традиційно є частиною інструментарію монетарної політики. Ці заходи, необхідні для підтримки стабільності національної валюти в умовах високої невизначеності та тиску на обмінний курс. Як зазначає сам НБУ, банк активно втручається у валютний ринок, купуючи або продаючи іноземну валюту. Такі дії допомагають зменшити волатильність гривні та захистити міжнародні резерви.

Оцінка ефективності цих заходів залежить від кількох факторів. По-перше, важливим є часовий фактор – короткострокові та довгострокові цілі валютних інтервенцій можуть значно відрізнятися. Короткострокові інтервенції можуть бути ефективними для стабілізації валютних коливань у кризові періоди, але довгострокова ефективність може залежати від загальної економічної політики та стану економіки. По-друге, важливо враховувати вплив цих заходів на інфляцію та валютні резерви країни. Валютні інтервенції мають змогу підвищувати інфляційний тиск, особливо якщо вони фінансуються за рахунок збільшення грошової маси. Крім того, активні

---

<sup>97</sup> Петрик О. "Оцінка монетарної політики НБУ у 2022 році", 2023 рік. <https://voxukraine.org/otsinka-monetary-polityky-nbu-u-2022-rotsi>

валютні інтервенції призводять до зниження валютних резервів, що ставить під загрозу здатність країни реагувати на майбутні валютні кризи. Розглянемо валютні інтервенції НБУ.



Рис 3.6. Валютні інтервенції НБУ, млрд. дол. США<sup>98</sup>

Для складання графіка інтервенцій Національного банку України на валютному ринку використовувалися дані з 2012 року, оскільки це дає нам інформативну картину впливу кризових подій на поведінку центрального банку. Великі обсяги продажу іноземної валюти, які спостерігалися в певні періоди, демонструють реакцію НБУ на економічні потрясіння, спричинені військовими діями.

Метою цих дій є стабілізація національної валюти та відновлення довіри інвесторів і громадськості до фінансової системи країни. Втручання на валютному ринку в такі критичні періоди є надзвичайно важливими для запобігання девальвації національної валюти, яка стає наслідком впливу капіталу та збільшеного попиту на іноземну валюту.

<sup>98</sup> Офіційний сайт Національного банку України. веб-сайт. URL: <https://bank.gov.ua/>

У воєнних умовах, коли традиційні механізми монетарної політики часто стають неефективними через падіння довіри та збільшення невизначеності, такі інтервенції можуть відігравати роль життєво важливого інструменту для підтримки економічної стабільності НБУ.

Згідно з графіком, у 2014 році, через політичну та економічну нестабільність, спостерігається різке збільшення обсягів продажу валюти, що, ймовірно, вказує на спроби НБУ захистити національну валюту від девальвації. У 2015 році висока активність продажу валюти тривала, але поступово знижувалася протягом року. У 2016 році знову спостерігалися валютні інтервенції, але вже більш стримані, що ілюструє певну стабілізацію валютного ринку.

У 2020–2021 роках ситуація на валютному ринку була відносно стабільною. Інтервенції НБУ були помірними, оскільки попит і пропозиція валюти були більш-менш збалансованими. Курс гривні змінювався поступово, без різких стрибків.

Проте у 2022 році ситуація різко погіршилася. Після початку війни попит на валюту значно зріс, що призвело до негативного сальдо операцій клієнтів банків – вони активно скуповували долари, а пропозиція валюти була обмеженою. У відповідь НБУ почав проводити масштабні валютні інтервенції, продаючи валюту для підтримки курсу гривні. Незважаючи на це, гривня поступово девальвувала, а інтервенції досягли рекордних обсягів.

З графіка видно, що деякі великі інтервенції супроводжуються змінами у валютному курсі, але є й моменти, коли валютний курс змінюється без значних інтервенцій. Також важливо зазначити, що валютні втручання можуть бути здійснені відповідно до зміни курсу, не лише як його причина. Вони сприяють стабілізації валютного курсу та зменшенню інфляційного тиску. У кінцевому підсумку, успіх монетарної політики в умовах війни залежить не тільки від дій центрального банку, а й від здатності країни витримувати зовнішні шоки, зберігати соціальну стійкість і проводити реформи, які покращать її економічну стійкість. Ще одним важливим напрямком є впровадження заходів

щодо регулювання ліквідності банківської системи.

Умови війни вимагають від НБУ використання нестандартних заходів, таких як надання екстрених кредитів банкам та інші механізми рефінансування. Ці заходи не тільки допомагають підтримати ліквідність у банківському секторі, а й забезпечують стабільність фінансової системи в цілому. Шляхом мобілізації ліквідності банків, центральний банк вилучає надлишкову ліквідність з ринку, щоб запобігти інфляції та іншим небажаним економічним наслідкам.

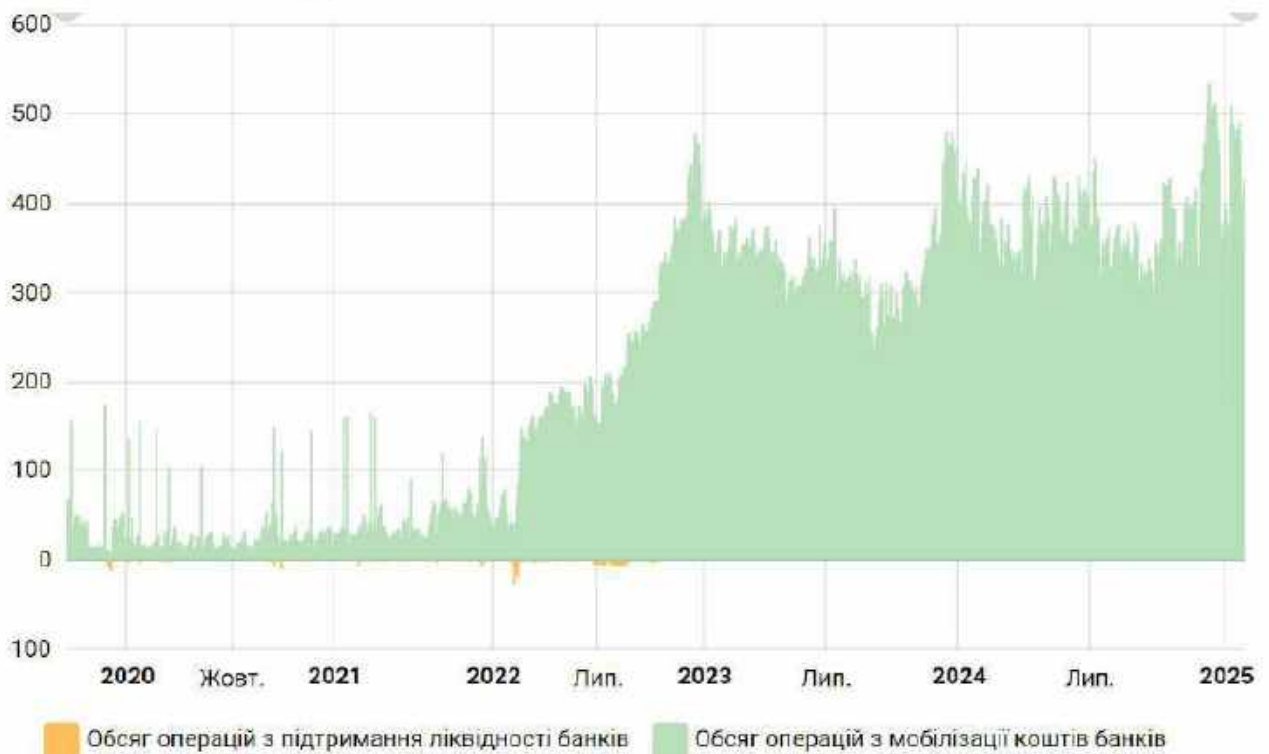


Рис. 3.7. Обсяг операцій НБУ з регулювання ліквідності банків, млрд грн<sup>99</sup>

Графік демонструє зміни у використанні банківською системою операцій із підтримання ліквідності та мобілізації коштів у період з 2020 по 2025 роки. 2020 – початок 2021 року обсяги мобілізації коштів банків залишаються відносно низькими, хоча є періодичні коливання. Це свідчить про те, що банківська система мала стабільний рівень ліквідності без потреби у масштабному втручанні НБУ. У 2022 році спостерігається суттєве зростання

<sup>99</sup> Національний банк України. Показники ліквідності банківської системи. Веб сторінка. URL: <https://bank.gov.ua/ua/markets/liquidity?startDate=01.01.2020&endDate=14.02.2025> (дата звернення: 11.11.2024).

обсягів мобілізації коштів, що може бути наслідком війни, девальвації гривні та підвищеної волатильності фінансового ринку. У цей період банки накопичували ліквідність через збільшення депозитів у НБУ. У 2023 – 2024 роки безг операцій з мобілізації коштів продовжує зростати, що свідчить про надлишкову ліквідність у банківській системі. Це може бути пов'язано з низьким попитом на кредитування через високі ризики. 2025 рік - обсяг мобілізації досягає максимальних значень, що вказує на значне зростання депозитних залишків банків у НБУ. Це може бути результатом посилення інфляційного контролю та консервативної політики банків щодо видачі кредитів.

Операції з підтримання ліквідності (жовта зона) є мінімальними, що означає, що банки мали достатньо коштів для виконання своїх зобов'язань. У кризові періоди (2020 та 2022 рік) короткострокові сплески підтримки ліквідності, але загалом НБУ рідко втручався, що свідчить про відносну стабільність банківської системи.

Макроекономічні фактори (війна, інфляція, валютна політика) значною мірою впливають на поведінку банків, змушуючи їх акумулювати ліквідність у центральному банку.

Загалом, графік відображає тенденцію накопичення ліквідності у банківській системі, що свідчить про низький попит на кредитні ресурси та обережну політику банків щодо розміщення коштів.

Спостерігаючи динаміку, важливо звернути увагу на той факт, що Україна має більший загальний обсяг коштів, залучених для мобілізації ліквідності, ніж для прямої підтримки ліквідності банків. Це пов'язано з рядом чинників, які характеризують економіку та фінансову систему країни.

По-перше, більший обсяг мобілізованої ліквідності відображає спроби НБУ збільшити резерви банківської системи, щоб підготувати ґрунт для можливих майбутніх економічних шоків. Це особливо актуально для країни, яка зіткнулася з численними викликами, включаючи військові конфлікти, політичну нестабільність, та економічні санкції.

По-друге, вищий обсяг мобілізації свідчить про активне використання НБУ інструментів відкритого ринку, таких як операції РЕПО, валютні свопи, або тимчасове розміщення депозитів, що дозволяє регулювати обсяг ліквідності в системі більш гнучко та ефективно.

По-третє, враховуючи високу залежність української економіки від міжнародного фінансування, збільшення мобілізації ліквідності може також відбивати зусилля щодо зміцнення зовнішньої позиції та підвищення довіри міжнародних інвесторів.

Нарешті, ця тенденція також показує на більш широкую стратегію центрального банку, спрямовану на передбачення не тільки поточних потреб у ліквідності, але й на планування майбутньої ліквідності в умовах невизначеності. З огляду на велику волатильність, з якою стикається українська економіка, такий підхід є критично важливим для забезпечення фінансової стабільності та зміцнення довіри до національної валюти.

Цілком можливо, що такий пріоритет мобілізації ліквідності перед її прямою підтримкою є частиною більш стратегічного та довгострокового підходу в управлінні монетарною політикою країни в умовах, які швидко змінюються.

Ці рішення допомогли стабілізувати ринковий обмінний курс, зупинити виведення депозитів з банківської системи та скоротити попит на іноземну валюту.

Для досягнення першочергових завдань у такі невизначені часи НБУ не тільки запроваджує адміністративні обмеження на валютному ринку та щодо руху капіталу, а й має можливість надавати підтримку державному бюджету шляхом купівлі цінних паперів державного сектору України на первинному ринку, що у стабільні часи заборонено законодавством України<sup>100</sup>

---

<sup>100</sup> Національний банк України. Основні засади грошово-кредитної політики на період воєнного стану, 2022. URL: <https://bank.gov.ua/ua/files/hJTwdIrBPNWwMzk> (дата звернення: 14.05.2022).



## Забезпечення цінової стабільності: підходи у мирний час та під час воєнного стану

У мирний час	У період воєнного стану
Ключова (облікова) ставка – основний інструмент монетарної політики	Відтермінування рішень по обліковій ставці (лютий – травень). З червня ставка – допоміжний інструмент
Перспективний характер прийняття рішень з монетарної політики	Реакція на середовище, що стрімко змінюється
Операційний дизайн МП для дієвості облікової ставки	Операційний дизайн market-maker'a останньої інстанції: забезпечення ліквідності
Дотримання режиму плаваючого обмінного курсу	Фіксований обмінний курс – номінальний якор для очікувань
Згладжування коливань обмінного курсу через валютні інтервенції	Валютні інтервенції як основна монетарна операція
Курс на скасування валютних обмежень та лібералізацію руху капіталу	Обмеження на валютні операції та рух капіталу для підтримки фіксації курсу
Заборона на монетарне фінансування бюджету	Монетарне фінансування бюджету

Монетарна політика залежить від економічної ситуації та має різні підходи у стабільні та кризові періоди. У мирний час її основна мета – забезпечення прогнозованості та стабільності фінансової системи. Головним інструментом є облікова ставка, що регулює інфляцію. Валютний ринок працює за принципами плаваючого курсу, а валютні інтервенції використовуються для згладжування коливань. Також важливими складовими є лібералізація руху капіталу та заборона на монетарне фінансування бюджету, що сприяє довгостроковій макроекономічній рівновазі.

Натомість у воєнний період монетарна політика змінюється відповідно до нестабільного економічного середовища. Облікова ставка втрачає свою ефективність, а ключовим механізмом стає фіксований обмінний курс. НБУ активно використовує валютні інтервенції для підтримки курсу гривні та контролює рух капіталу через запровадження валютних обмежень. У критичних ситуаціях допускається монетарне фінансування бюджету, що в мирний час є неприпустимим.

### 3.2 Шляхи удосконалення монетарної політики НБУ з урахуванням європейського досвіду

В даний час механізм монетарної політики не є найефективнішим, особливо в умовах воєнних дій. Вже до початку повномасштабного вторгнення Росії в Україну виникли проблеми у Національного банку із підтриманням низького та передбачуваного рівня інфляції.

Існує кілька шляхів удосконалення монетарної політики НБУ з урахуванням європейського досвіду:

1. Введення інструментів пом'якшення (Quantitative Easing - QE), які вже успішно застосовуються в Європейському Союзі та США. Цей інструмент дозволяє центральному банку купувати державні облигації та інші активи на ринку, збільшуючи грошову масу та стимулюючи економічне зростання. Однак, слід зазначити, що для України використання QE може призвести до збільшення інфляції та державного боргу. Тому використання цієї програми є досить ризикованою.

2. Посилення ролі інфляційного таргетування у монетарній політиці. Європейський центральний банк встановлюють конкретні цілі щодо інфляції і дій банку. НБУ також може покращити свою монетарну політику, встановивши ясні та конкретні цілі щодо інфляції. Посилення ролі інфляційного таргетування може допомогти НБУ покращити монетарну політику. Це дозволить більш точно контролювати рівень інфляції та запобігати її зростанню, що сприяє стабільності економіки та підвищенню довіри до національної валюти. Важливим аспектом інфляційного таргетування є прозорість та відкритість дій центрального банку. НБУ має інформувати громадськість про свої цілі та плани щодо досягнення цих цілей, щоб забезпечити довіру до монетарної політики та зменшити можливі негативні наслідки.

3. Поліпшення комунікації із громадськістю. У Європейському Союзі центральні банки активно взаємодіють із громадськістю, надаючи

інформацію про свою монетарну політику та пояснюючи свої рішення. НБУ також може покращити свою комунікацію з громадськістю, щоб підвищити розуміння та підтримку своїх заходів щодо стабілізації економіки.

Для досягнення поставлених цілей НБУ має покращити свою політику та використовувати монетарні інструменти більш збалансовано. Можемо виокремити такі заходи для удосконалення монетарної політики НБУ (рис. 3.1)



Рис. 3.8. Заходи удосконалення монетарної політики НБУ

Для покращення монетарної політики НБУ необхідно покращити комунікації з громадськістю. Це може бути досягнуто через більш прозору та доступну інформацію про монетарну політику та її результати. НБУ має регулярно публікувати звіти про свою діяльність, проводити брифінги для журналістів та громадськості, а також брати участь у громадських дискусіях щодо монетарної політики.

Облікова ставка є основним інструментом монетарної політики, який впливає на вартість кредитних ресурсів та рівень інфляції. Зменшення

облікової ставки робить кредити дешевшими, стимулюючи економічне зростання, тоді як її підвищення допомагає стримувати інфляцію. Оскільки НБУ дотримується режиму інфляційного таргетування, коригування ставки необхідне для досягнення цільового рівня інфляції та забезпечення фінансової стабільності.

Коливання валютного курсу можуть суттєво впливати на макроекономічну стабільність, рівень інфляції та довіру до національної валюти. Утримання стабільного курсу гривні допомагає мінімізувати валютні ризики для бізнесу, інвесторів та населення. Це також сприяє зниженню інфляційних очікувань та покращенню умов зовнішньої торгівлі. Для Національного банку України наразі ключовим є підтримання стабільності курсу національної валюти, проте в умовах воєнних дій механізм монетарної трансмісії не є ефективним <sup>101</sup>. Валютні інтервенції використовуються для згладжування різких коливань курсу, але їх часте застосування може викривляти ринок і створювати штучний попит чи пропозицію валюти. Перехід до механізму пільгового продажу валюти дозволяє більш ефективно забезпечити доступ бізнесу до валютних ресурсів, знизити тиск на золотовалютні резерви та сприяти формуванню реального ринкового курсу.

Основним пріоритетом для НБУ є зняття всіх існуючих обмежень та повний перехід до режиму вільного руху капіталу. Однак за умов війни це не є пріоритетом, і перспектива швидкого зростання ВВП, низької інфляції в країні та стрімкого розвитку стає невизначеною. Однак у післявоєнний час така перспектива стає більш імовірною, оскільки бізнес-середовище в Україні має стати привабливішим.

Викуп Національним банком облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП) означає фактичне фінансування бюджетного дефіциту, що може призвести до монетарного розширення та інфляційного тиску. Зниження

---

<sup>101</sup> У 2023 році інфляція почне знижуватися, а економіка повернеться до зростання – Інфляційний звіт. НБУ. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/u-2023-totsi-inflyatsiya-pochne-znijuvatisya-a-ekonomika-povemetsya-do-zrostannya--infljatsijnyj-zvit>

частки ОВДП у балансі НБУ дозволяє зменшити залежність економіки від емісійного фінансування та підвищити роль ринкових механізмів у формуванні державного боргу.

Ці заходи спрямовані на посилення ефективності монетарної політики НБУ, забезпечення макроекономічної стабільності та підвищення довіри до національної фінансової системи.

Після закінчення гострої фази війни Національний банк України (НБУ) має розпочати нормалізацію монетарної політики. Оскільки ті ж потрясіння, що призвели до сплеску інфляції, також знижують обсяги виробництва. В результаті траєкторія інфляції починається з набагато вищої точки, але середньостроковий прогноз інфляції характеризується високим ступенем невизначеності.

У цій ситуації нормалізація політики має бути чітко визначена, а те, як вона здійснюється, потребує ретельної оцінки та калібрування. На даний момент, з огляду на винятковий рівень невизначеності, з яким зіткнулася Україна, потрібно поступово нормалізувати монетарну політику відповідно до поступового коригування. Під нормалізацією розуміється така ситуація, коли центральний банк коригує параметри своєї політики у міру того, як середньострокова інфляція наближається до мети стабільності цін. Іншими словами, нормалізація визначає ситуацію, в якій монетарна політика переходить від курсу, спрямованого на збільшення траєкторії інфляції (наприклад, за рахунок експансіоністського курсу), до політики, спрямованої на закріплення траєкторії інфляції на цільовому рівні.

Навіть якщо мета нормалізації є відносно простою, калібрування цього процесу нормалізації політики в Україні сьогодні надзвичайно складне. Існують два принципи, які потрібно застосувати, щоб правильно зорієнтувати процес нормалізації. Перше – це поступовість, а друге – надійність. Ці принципи, у свою чергу, можуть допомогти визначити швидкість нормалізації та набір інструментів.

Як запропонував Вільям Брейнард у своїй роботі, поступовість потрібна,

коли передача змін політики в економіку невизначена.<sup>102</sup> У таких умовах оптимальна політика передбачає обережний рух та спостереження за реакцією економіки на поступове коригування. В першу чергу, поступове повернення до режиму інфляційного таргетування з плаваючим обмінним курсом і заборони фінансування державного бюджету з боку НБУ. Наступним кроком визначиться скасування адміністративних обмежень на валютні операції у міру поліпшення стану платіжного балансу країни. Поступовість явно доречна в Україні після закінчення гострої фази війни з кількох причин.

По-перше, характер та сила нещодавніх потрясінь породжують крайню невизначеність щодо перспектив економічної активності у майбутній період. Економіка зіткнулася із серією негативних глобальних потрясінь, але найголовнішим із них є війна. Підвищення вартості імпорту, своєю чергою, призводить до зниження внутрішнього попиту та скорочення виробництва, що посилює негативний вплив війни на впевненість. Важко оцінити, наскільки далекосяжними та стійкими будуть наслідки удару по споживчій та діловій впевненості в Україні. Послаблення споживання, зареєстроване цього року, свідчить про те, що зростання інфляційних очікувань у найближчій перспективі спонукає споживачів відкладати покупки на майбутнє.<sup>103</sup>

Друга причина, через яку доречний поступовий підхід, полягає в тому, що з огляду на безпрецедентний характер потрясінь, з якими зіткнулася монетарна політика України, та відсутність надійних орієнтирів для неї. В результаті доведеться рухатися крок за кроком, переоцінюючи та коригуючи монетарну політику в міру необхідності.

Звертаючись до другого принципу, потрібно вибрати такий набір інструментів, який буде найстійкішим до широкого спектру ймовірних

---

<sup>102</sup> Barbiero, F., Boucinha, M. and Burlon, L. TLTRO III and bank lending conditions. European central bank. 2021. URL: [https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/2021/html/ecb.ebart202106\\_02~35bf40777b.en.html](https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/2021/html/ecb.ebart202106_02~35bf40777b.en.html) (date of access: 14.05.2022).

<sup>103</sup> William Brainard. Uncertainty and the Effectiveness of Policy. 1967. *The American Economic Review*, Vol. 57, No 2, pp. 411-425. <https://faculty.econ.ucdavis.edu/faculty/kdsalyer/LECTURES/Ecn137/Old%20Files/brainard.pdf>

сценаріїв, з якими Україна може зіткнутися. Цей принцип вимагає від України уникати нормалізації монетарної політики з використанням різноманітних інструментів, щоб мінімізувати невизначеність та знизити ризик негативного впливу на фінансову стабільність.

Усі наведені вище шляхи це теорія, яка повинна базуватися на рішучих діях щодо монетарної політики України, так як лише вони можуть допомогти стабілізувати ту ситуацію, яка відбувається зараз.

Наукове видання

**Особливості грошово-кредитного регулювання Європейської системи центральних банків: рекомендації для України**

**Features of the European System of Central Banks' monetary regulation: recommendations for Ukraine**

Збірник наукових праць здобувачів спеціальності 292 - міжнародні економічні відносини

Оригінал-макет виготовлено на кафедрі світового господарства і міжнародних економічних відносин Одеського національного університету імені І. І. Мечникова за сприянням Програми імені Жана Моне Одеса, 65058, вул. Французький бульвар 24/26, Україна

e-mail: [world.economy@onu.edu.ua](mailto:world.economy@onu.edu.ua)

Шрифт Times New Roman

Системні вимоги: операційна система сумісна з програмним забезпеченням для читання файлів формату PDF.