

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ  
ЧЕРНІВЕЦЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ  
ІМЕНІ ЮРІЯ ФЕДЬКОВИЧА

ЕКОНОМІЧНИЙ ФАКУЛЬТЕТ  
КАФЕДРА ФІНАНСІВ І КРЕДИТУ

Кваліфікаційна робота

МОНЕТАРНА ПОЛІТИКА НБУ В ЗАБЕЗПЕЧЕННІ ЦІНОВОЇ  
СТАБІЛЬНОСТІ НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ

Рівень вищої освіти – другий (магістерський)

**Виконав:** студент 2-го курсу, 672-3 групи,  
денної форми навчання,  
спеціальність 072 «Фінанси, банківська  
справа та страхування»  
**Сердюков Роман**  
**Володимирович** \_\_\_\_\_

**Керівник:** д.е.н., професор, зав. кафедри  
фінансів і кредиту  
**Нікіфоров Петро Опанасович** \_\_\_\_\_

До захисту допущено  
на засіданні кафедри  
протокол № 4 від «28» листопада 2023 р.  
Зав. кафедрою фінансів і кредиту  
\_\_\_\_\_ проф. Нікіфоров П.О.

**Чернівці – 2023**

## АНОТАЦІЯ

**Сердюков Р.В.** Монетарна політика НБУ в забезпеченні цінової стабільності національної економіки. Рукопис. Кваліфікаційна робота на здобуття другого (магістерського) рівня вищої освіти за спеціальністю 072 «Фінанси, банківська справа та страхування». Чернівецький національний університет імені Юрія Федьковича, Чернівці, 2023.

Випускна кваліфікаційна робота присвячена питанням теорії та практики монетарної політики Центрального банку України у забезпеченні цінової стабільності національної економіки.

Аналізуються теоретичні підходи до монетарної політики у її взаємозв'язку з ціновою стабільністю економіки, для чого розкривається монетарна політика в теоретичній системі державного регулювання економіки, подається сутнісне розуміння цінової стабільності та чинники впливу на неї, а також розглядається трансмісійний механізм монетарної політики в контексті забезпечення цінової стабільності.

Досліджено специфіку реалізації монетарної політики НБУ в системі антиінфляційної політики держави. Здійснено аналітику практичного застосування в Україні монетарних інструментів для досягнення цінової стабільності, показано способи та методи вимірювання та оцінювання інфляційних процесів. Виокремлено та показано специфіку використання валютно-курсних інструментів у монетарній політиці українського Центробанку.

Виділено та проаналізовано основні напрями, засоби та інструменти здійснення ефективної монетарної політики НБУ в умовах повномасштабної російсько-української війни. Сформовано та показано найбільш важливі стратегічні підходи до формування та реалізації сучасної монетарної політики в Україні та показано як в умовах війни НБУ намагається досягати стабільності функціонування банківської системи та фінансових ринків.

**Ключові слова:** монетарна політика, Національний Банк України, цінова стабільність національної економіки, монетарні інструменти, трансмісійний механізм, антиінфляційні заходи, таргетування, процентний, валютний та кредитний канали, фіксований курс, гнучке курсоутворення.

## ABSTRACT

**Serdiukov Roman. Monetary policy of the NBU in ensuring price stability of the national economy.** Manuscript. Qualification work for the second (master)

level of higher education in the specialty 072 Finance, banking and insurance. Yuriy Fedkovych Chernivtsi National University, Chernivtsi, 2023.

The final qualification work is devoted to the theory and practice of monetary policy of the Central Bank of Ukraine in ensuring the price stability of the national economy.

Theoretical approaches to monetary policy in its relationship with the price stability of the economy are analyzed, for which the monetary policy is disclosed in the theoretical system of state regulation of the economy, an essential understanding of price stability and factors of influence on it is presented, and the transmission mechanism of monetary policy in the context of ensuring price stability is considered.

The specifics of the implementation of the monetary policy of the NBU in the system of anti-inflationary policy of the State are investigated. The analysis of practical application in Ukraine of monetary instruments to achieve price stability has been carried out, methods and methods of measuring and evaluating inflation processes have been shown. The specifics of the use of foreign exchange instruments in the monetary policy of the Ukrainian Central Bank are singled out and shown.

The main directions, means and instruments of implementation of effective monetary policy of the NBU in the conditions of full-scale Russian-Ukrainian war have been allocated and analyzed. It forms and shows the most important strategic approaches to the formation and implementation of modern monetary policy in Ukraine and shows how in the conditions of war the NBU tries to achieve stability of functioning of the banking system and financial markets.

**Keywords:** monetary policy, the National Bank of Ukraine, price stability of the national economy, monetary instruments, transmission mechanism, anti-inflationary measures, targeting, interest, currency and credit channels, fixed rate, flexible exchange rate formation.

Кваліфікаційна робота містить результати власних досліджень. Використання ідей, результатів і текстів наукових досліджень інших авторів мають посилання на відповідне джерело.

\_\_\_\_\_ **Р.В. Сердюков**

## ЗМІСТ

ВСТУП.....	5
РОЗДІЛ 1	
ТЕОРЕТИЧНІ ПІДХОДИ ДО МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ У ЇЇ ВЗАЄМОЗВ'ЯЗКУ З ЦІНОВОЮ СТАБІЛЬНІСТЮ.....	8
Монетарна політика в теоретичній системі державного регулювання економіки.....	8
Цінова стабільність національної економіки: сутнісне розуміння та чинники впливу.....	16
Трансмісійний механізм та монетарні інструменти забезпечення цінової стабільності.....	24
Висновки до першого розділу.....	31
РОЗДІЛ 2	
СПЕЦИФІКА РЕАЛІЗАЦІЇ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ НБУ В СИСТЕМІ АНТИІНФЛЯЦІЙНОЇ ПОЛІТИКИ ДЕРЖАВИ.....	34
Методика вимірювання та оцінювання інфляційних процесів.....	34
Аналітика практичного застосування в Україні монетарних інструментів досягнення цінової стабільності.....	39
Специфіка використання валютно-курсних інструментів у монетарній політиці НБУ.....	45
Висновки до другого розділу.....	49
РОЗДІЛ 3	
ОСНОВНІ НАПРЯМИ, ЗАСОБИ ТА ІНСТРУМЕНТИ ЗДІЙСНЕННЯ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ НБУ В УМОВАХ ПОВНОМАСШТАБНОЇ ВІЙНИ.....	52
Розбудова стратегічних підходів до формування та реалізації монетарної політики в Україні в умовах російської агресії.....	52
Ефективність використання інструментів монетарної політики НБУ для стабільного функціонування банківської системи та фінансових ринків в умовах війни.....	63
Висновки до третього розділу.....	71
ВИСНОВКИ.....	74
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	81
ДОДАТКИ	

## ВСТП

У сучасних умовах стабільне функціонування та розвиток національної економіки неможливі без постійного забезпечення цінової стабільності, адже саме остання дозволяє вирішувати проблеми зростання рівня зайнятості, збільшення обсягів виробництва, забезпечення стабільності фінансової системи та економічного розвитку держави загалом. Функціонування вітчизняної економіки в умовах російської агресії потребує нової економічної політики держави, яка була б спрямована на активний розвиток внутрішнього ринку через використання фіскальних пільг та, безумовно, заходів монетарної політики. Якщо інструментарій останньої є одним із найсуттєвіших важелів впливу держави на усі соціально-економічні процеси, то саме це привертає особливу увагу до заходів центрального банку, зорієнтованих на виконання його конституційної функції – забезпечення цінової стабільності національної економіки.

Проблеми монетарної політики та її окремих режимів аналізуються в працях таких зарубіжних вчених як Б. Бернанке, Т. Кларк, Г. Манків, Ф. Мишкін, М. Фрідмен та інші. При цьому їх дослідження, зорієнтовані на країни з розвинутими ринками, не зовсім відповідають умовам розвитку економіки України, хоча їх безумовно треба вивчати і використовувати. Значний внесок в аналіз різних аспектів побудови та реалізації монетарної політики та забезпечення цінової стабільності в країні зробили вітчизняні вчені О. Береславська, О. Вовчак, А. Гальчинський, А. Гриценко, О. Дзюблюк, В. Козюк, В. Міщенко, О. Петрик, М. Савлук, В. Стельмах та ін.

Монетарна проблематика в українській науці розроблена достатньо широко, особливо стосовно цінової стабільності національної економіки, проте вона все рівно потребує подальшого аналізу в сенсі її удосконалення згідно вимог саме сьогодення.

Суттєво важливими залишаються питання розуміння стратегічних напрямів монетарної політики, розробки методичних підходів до оцінки та

виміру рівня інфляції, пошуку шляхів оптимізації монетарних інструментів для досягнення низького рівня інфляції в довгостроковому періоді. Все це і визначило вибір теми кваліфікаційної роботи, її мету, завдання та зміст.

Метою роботи є аналіз теоретичних засад монетарною політики практичних аспектів її реалізації в комплексі антиінфляційних заходів держави та визначення основних напрямів, засобів та інструментів здійснення монетарної політики НБУ в умовах повномасштабної війни.

Така мета передбачає вирішення наступних завдань:

- обґрунтувати сутність монетарної політики та її роль в державному регулюванні економіки;
- розкрити зміст, особливості та чинники цінової стабільності національної економіки;
- з'ясувати складові трансмісійного механізму та здійснити класифікацію інструментів монетарної політики;
- проаналізувати методикку вимірювання та оцінювання інфляційних процесів;
- оцінити вплив інструментів монетарної політики в Україні на досягнення цінової стабільності національної економіки;
- визначити специфіку застосування валютно-курсних інструментів монетарної політики в Україні;
- показати стратегічні орієнтири формування та реалізація в Україні монетарної політики в умовах російської агресії;
- розкрити підходи до більш ефективного використання інструментів монетарної політики для стабільного функціонування банківської системи та фінансових ринків в умовах війни.

Об'єктом аналізу в роботі виступають процеси впливу монетарної політики Національного банку України на цінову стабільність національної економіки.

Предметом аналізу є теоретичні засади та практичні аспекти застосування інструментів монетарної політики з метою забезпечення цінової стабільності в економіці України.

Методи дослідження. Теоретико-методологічною основою роботи виступають базові положення сучасних теорій грошей, монетарної політики, наукова аналітика сучасних вчених з проблем інфляції та забезпечення цінової стабільності національної економіки. У роботі були використані наступні методи наукового пізнання: дедукції та індукції, логічного узагальнення, синтезу і аналізу – щоб показати сутність понять «монетарна політика», «інструменти монетарної політики» та «цінова стабільність», методи групування та систематизації – щоб виокремити різновиди монетарної політики та її інструменти, структурного, факторного і статистичного аналізу – щоб аналізувати стан і тенденції при застосуванні інструментів монетарної політики, оцінки макропоказників, які визначають цінову стабільність

Інформаційною базою роботи виступають вітчизняне законодавство та нормативно-правові акти НБУ з питань розробки та реалізації монетарної політики, офіційна монетарна статистика на сайті Національного банку України, сайті Міністерства фінансів України, дані Державної служби статистики України, наукові праці вітчизняних та зарубіжних фахівців, періодичні видання, Інтернет-ресурси.

Робота складається з вступу, трьох розділів, висновків, списку використаної літератури та додатків. Повний текст роботи включає 76 сторінок, список літератури складається із 76 джерел, робота налічує чотири додатки.

## РОЗДІЛ 1

### ТЕОРЕТИЧНІ ПІДХОДИ ДО МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ У ЇЇ ВЗАЄМОЗВ'ЯЗКУ З ЦІНОВОЮ СТАБІЛЬНІСТЮ

#### 1.1. Монетарна політика в теоретичній системі державного регулювання економіки

Стабільний розвиток економіки країни, стійкість банківського сектору та цінова стабільність національної економіки залежать від дієвої монетарної політики центрального банку. Теоретичні аспекти цілісної системи монетарної політики розглядаються у численних працях багатьох фахівців України та світу. Економічна наука визначає поняття «монетарна політика» в багатьох аспектах, а тому змістовне наповнення цього поняття також є достатньо широким та різнобічним.

Розробка та реалізація ефективної монетарної політики з метою забезпечити цінову стабільність національної економіки України обґрунтовується різними чинниками. Більш-менш однакове усвідомлення її сутності та змісту є об'єктивною необхідністю тому, що цю політику реалізують у житті конкретні люди, посадовці, хоча якраз серед науковців можна бачити різні підходи щодо визначення монетарної політики.

В основі монетарної політики, яку ще часто називають грошово-кредитною лежить теорія грошей, яка аналізує у тому числі вплив на стан економіки грошей в цілому та грошово-кредитної політики зокрема. Сьогодні теоретична система монетарної політики виступає полем гострих дискусій між різними науковими школами. Фундаментальне розмежування пролягає між кейнсіанським підходом, який базується на ідеях оперативного застосування грошей як важелю та інструменту поточного управління економічною кон'юнктурою та стимулювання темпів економічного розвитку, і монетаризмом, який протистоїть різного роду маніпуляціям в грошовій сфері, тому що саме вони, на думку монетаристів ведуть до посилення економічних суперечностей та заважають дії стихійних ринкових стабілізаторів. І перші, і



другі мають в своєму арсеналі цілком раціональні підходи, які сприймаються як науковцями, так і фахівцями-практиками банківської сфери та макрорегулювання економіки державою.

Прихильники монетаристської теорії агітують за жорстку монетарну політику, яка не повинна залежати від стану кон'юнктури, яка спрямована на обмеження інфляції та визначальна функція якої – контроль за кількістю грошей в обігу. А метою цього контролю має бути відповідність пропозиції грошей тривалому у часі темпу зростання економіки. Монетаризм наголошує, що така орієнтація на довгострокові тенденції, при регулюванні грошового обігу буде найбільш ефективно сприяти підтримці економічного зростання в країні. Окремі представники монетаризму вважають, що антициклічне регулювання ринкової економіки руйнує дію стихійних ринкових сил та як наслідок посилює інфляційні тенденції в економіці.

Сучасні дискусії цих двох течій, зводяться сутнісно до того, що монетаризм не сприймає підхід про додаткову емісію під майбутнє економічне зростання, а кейнсіанство, навпаки підтримує цю ідею та акцентує на ній.

І ті, і другі сьогодні визнають, що зміна пропозиції грошей впливає на обсяг ВВП, хоча оцінюють по-різному і значення цього впливу, і його механізм: з позиції кейнсіанства, в основу монетарної політики має бути закладено коливання процентної ставки, а з точки зору монетаристів – регулювання грошової маси в обігу.

І сьогодні в середовищі центральних банків країн світу більшою популярністю мабуть користується власне монетаристський підхід, який фокусується на регулюванні грошової пропозиції з метою забезпечити стабілізацію цін. При цьому багато новітніх явищ, на зразок фінансових інновацій, фондових «бульбашок» тощо, змушують фахівців по новому дивитись на фундаментальні ідеї монетаризму.

Сучасний монетаризм вже не протистоїть кейнсіанській концепції розвитку економіки, а скоріше можна говорити про синтез кейнсіанства і монетаризму як про окрему теоретичну схему, в якій поєднуються елементи

цих обох економічних доктрин. Таку позицію розділяють більшість фахівців, а дискусії виникають через різні шляхи вирішення цих завдань, хоча головним завданням монетарної політики і взагалі грошового регулювання економіки завжди було і є забезпечення цінової стабільності національної економіки та нормального грошового обігу, що дозволяє ефективно функціонувати усім економічним суб'єктам.

У сучасній літературі існують різні підходи щодо трактування поняття «монетарна політика». За визначенням зарубіжного науковця Е. Дж. Долана, монетарна політика – це сукупність урядових заходів, які впливають на кількість грошей в обігу. По-іншому, монетарна політика складається з комплексу регулюючих заходів, орієнтованих на зміну грошової маси в обігу та покликаних впливати на ділову активність в економіці та запаси грошей банківської системи [25, с. 38]. П. Самуельсон, В. Нордгаус визначають монетарну політику як складову макроекономічної політики, інструментами якої уряд намагається контролювати грошовий обіг держави, кредит і банківську систему [63, с. 23].

Мишкін Ф. трактує монетарну політику як один із головних важелів, за допомогою якого державна влада в економіці впливає на темп і напрямок економічного зростання, включаючи не тільки рівень ВВП і зайнятості, але й динаміку загального рівня цін [44, с. 529].

Вітчизняні фахівці також виходять з того, що: «монетарна політика – це сукупність заходів у сфері грошового обігу і кредитного процесу». Таке визначення грошово-кредитної (монетарної) політики достатньо широке та не фіксує нічого про цілі монетарної політики. У «Фінансовому словнику» А.Г. Загороднього монетарна політика подається, як: «сукупність заходів держави у сфері грошового обігу та кредитних відносин які проводяться з метою впливу на кількість грошей що перебувають в обігу» [27, с.356]. Отже, згідно цього підходу, метою монетарної політики є вплив на кількість грошей в обігу, а економічне зростання та цінова стабільність національної економіки залишаються поза увагою.

Відомі вітчизняні учені Мороз А.М. та Савлук М.І. розуміють монетарну політику як комплекс взаємозалежних, узгоджених та спрямованих на досягнення наперед визначених цілей, заходів щодо регулювання грошового обігу, яке здійснює держава через центральний банк [69, с. 382].

Візьмемо Закон України «Про Національний банк України», у якому дається таке визначення грошово-кредитної (монетарної) політики: «Це комплекс заходів у сфері грошового обігу та кредиту, направлених на регулювання економічного зростання, стримування інфляції та забезпечення стабільності грошової одиниці України, забезпечення зайнятості населення та вирівнювання платіжного балансу» [29]. Це визначення із Закону є найбільш повним з усіх вищенаведених. У ньому правильно робиться акцент на комплексі заходів у сфері грошового обігу та кредиту та ще й спрямованих на досягнення достатньо конкретних перелічених цілей. Проте, вирівнювання платіжного балансу сьогодні дуже рідко фігурує (незаслужено) у переліку основних цілей монетарної політики, беручи до уваги його залежність від багатьох чинників.

Можемо навести цілу низку інших підходів до поняття «монетарна політика», що у вітчизняній літературі показує відсутність єдиного підходу до його розуміння:

- один із різновидів політики уряду, яка орієнтується на процентні ставки і валютні курси, більш широко та загально – на умови фінансових ринків та їхні зв'язки з реальною економікою (М. Бурда, Ч. Вишлош) [12, с. 89]
- сукупність заходів, які зорієнтовані на забезпечення стабільного функціонування грошового обігу, стійкості національних грошей, стабільності їх купівельної спроможності, а також забезпечення рівноважного розвитку економіки узагалі (П.О. Нікіфоров) [50, с. 12];
- політика впливу на обсяг і структуру виробництва, на загальний рівень інвестицій, цін та зайнятості, на зовнішньоекономічну рівновагу, внаслідок змін у пропозиції грошей в економіці (С. М. Будаговська, О. І. Кілієвич, І. О. Луніна) [45, с. 318-319];

- комплекс нових заходів по регулюванню грошового ринку, які здійснює держава через свій центральний банк (Коркач І.В.) [36].

Отже, узагальнюючи вищенаведене, можна визначити, що монетарна політика виступає як комплекс заходів центрального банку по регулюванню грошового обігу та кредитних відносин, він обумовлює цілеспрямоване застосування монетарних інструментів, задля досягнення цінової стабільності національної економіки, стимулювання економічного зростання, збільшення рівня зайнятості, вирівнювання платіжного балансу та інших зафіксованих у законах держави економічних цілей.

Монетарна політика завжди орієнтована на досягнення конкретних завдань, які називають її цілями. В літературі практично одностайно такі цілі ділять на стратегічні, проміжні, тактичні (табл. 1.1, рис. 1.1.)

Таблиця 1.1.

## Цілі грошово-кредитної політики

<i>Стратегічні цілі</i>	<i>Проміжні цілі</i>	<i>Тактичні цілі</i>
стабільність цін	темپ приросту грошової маси	темپ росту грошової бази
економічне зростання, висока зайнятість	процентні ставки комерційних банків	кредити комерційним банкам
стабільність фінансових ринків	рівень процентів за державними облігаціями	рівень процентів на міжбанківському ринку

*Джерело:* складено автором на основі[44].

Стратегічні цілі – це ключові цілі макроекономічної політики держави як-то зростання зайнятості, бездефіцитний платіжний баланс, економічне зростання, стабільний рівень цін, а також стабільність на фінансових ринках [34, с. 291].

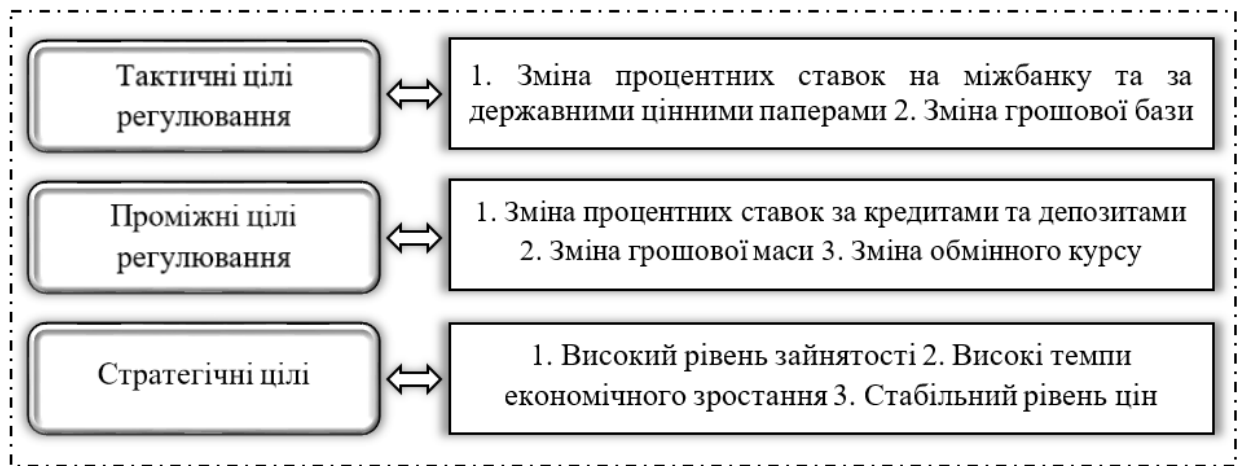


Рис.1.1. Класифікація основних цілей грошово-кредитної політики

*Джерело:* складено автором на основі[44]

Окремі із стратегічних цілей монетарної політики у певній мірі співпадають (наприклад, висока зайнятість поєднується із економічним зростанням), проте окремі суперечать одні одним [44, с. 532].

Наприклад, коли національна економіка знаходиться у фазі піднесення і безробіття зменшується, то в цьому випадку процентні ставки та інфляція можуть зростати [55, с. 385]. За відомої кривої Філіпса, у короткостроковому періоді існує протилежна залежність між рівнем безробіття та темпами зростання цін, і це теж підтверджує певну несумісність окремих цілей монетарної політики, наявність протиріччя між стратегічними цілями, які ставлять уряди країн та центральні банки при здійсненні монетарної політики.

У світі основними цілями більшості центральних банків виступає забезпечення цінової стабільності та формування умов для економічного зростання. Згідно з Конституцією України (стаття 99), основна функція НБУ – це забезпечення стабільності грошової одиниці [35], тобто у своїй діяльності Національний банк повинен виходити із першочерговості досягнення та підтримки цінової стабільності у державі [20].

Проміжні цілі монетарної політики – це цілі, які змінюють економічні процеси по досягненню стратегічних цілей [34, с. 292], тобто по суті роль проміжних цілей означає доповнення стратегічних цілей.

Тактичні цілі монетарної політики діють у короткостроковому періоді та мають забезпечити досягнення проміжних цілей [2, с. 43]. Як правило, тактичні цілі реалізуються завдяки оперативним діям центрального банку, до них відносять такі показники як грошова маса, валютний курс, процентна ставка. Тактичні цілі впливають на бажані проміжні цілі, адже, наприклад, якщо проміжною метою виступає грошова маса, то як тактичні цілі необхідно обрати грошові агрегати, тому вибір найкращої тактичної цілі здійснюється на основі вибору проміжної цілі [48, с. 240]. Виконання проміжних цілей також залежить від правильного поєднання тактичних цілей, наприклад, мінімізація впливу інфляції, яка зумовлювалась зростанням грошової маси в обігу, може відбуватись через зміни процентної ставки та валютного курсу.

За характером впливу на цінову стабільність монетарну політику можна достатньо умовно поділити на індиферентну та підтримуючу. Зрозуміло, що підтримуюча монетарна політика зорієнтована на досягнення цінової стабільності та при необхідності, проведення валютних інтервенцій щоб зменшувати надмірну волатильність обмінного курсу. в свою чергу індиферентна політика здійснюється тоді, коли ЦБ хоче досягти інших цілей, наприклад, стимулювання економічного зростання.

Суттєвим також є питання вибору режиму монетарної політики, під яким розуміють певний комплекс заходів центрального банку по досягненню параметрів визначеного показника (або встановлення меж його відхилень), який і є проміжною метою такої політики. Поняття «монетарний режим» прийшло до нас від західної економічної науки. Як правило, монетарний режим пояснюється як система інституцій і механізмів, які мають забезпечити досягнення цілей монетарної політики через формування очікувань суспільства щодо дій монетарної влади та очікувань влади стосовно реакції

суспільства на їхні дії [66]. Тобто, по суті основою монетарного режиму виступає вплив на очікування суспільства та ринків.

Світова практика знає чотири основних режими монетарної політики: «таргетування грошової маси, таргетування валютного курсу, інфляційне таргетування та монетарна політика без встановлення чіткого номінального якоря». При цьому окремі науковці та практики виокремлюють ще й таргетування процентної ставки та таргетування номінального ВВП. Наведемо ключові характеристики найбільш відомих режимів монетарної політики.

Режим таргетування грошової маси передбачає проголошення в якості цільового орієнтира параметрів грошових агрегатів або визначення коридору динаміки грошової пропозиції. Цей режим теоретично базується на кількісній теорії грошей, яка свідчить про пряму залежність між кількістю грошей та рівнем інфляції. Проте, на практиці доведено, що такий зв'язок не завжди проглядається та не є стійким та прогнозованим.

Загальновідомі переваги і недоліки цього режиму монетарної політики, зауважимо тільки, що монетарне таргетування стало якісно новим етапом у свій час у комунікаціях центральних банків та суспільства. Колишній успіх монетарного таргетування базувався не на жорсткості монетарного правила, а тим, що став зрозумілим устроєм для комунікації з громадськістю та ринками [74].

Режим таргетування валютного (обмінного) курсу обумовлює фіксацію курсу національної валюти до резервної валюти або встановлення коридору в межах якого обмінний курс національної валюти може коливатися. Тобто таргетування обмінного курсу означає підтримку стабільності валютного курсу щодо певної резервної валюти [56]. Монетарна влада може викликати довіру до себе тому, що широко доступна оперативна інформація про виконання нею своїх зобов'язань, адже валютний курс чітко усвідомлюється та легко контролюється з боку громадськості [17].

Монетарний режим прямого таргетування інфляції є об'єктом великої уваги вітчизняних та зарубіжних учених. Якраз таргетування інфляції

передбачає публічне оголошення заявлених рівнів інфляції, фіксації пріоритетності цих цілей для ЦБ та встановлення відповідальності за їх виконання. У випадку, коли прогноз інфляції відходить від її планових рівнів при таргетуванні, ЦБ має застосувати необхідні інструменти для вирівнювання ситуації. Тому проміжним орієнтиром монетарної політики виступає прогноз інфляції, а її таргетування якраз і є довгостроковою стратегією політики. Таргетування інфляції також має свої переваги та недоліки.

Монетарна політика без явного номінального якоря означає відмову монетарної влади від будь-яких своїх зобов'язань по досягненню певних значень конкретних показників: обмінного курсу, індекса інфляції, темпів зростання грошових агрегатів [52, с. 50].

Достатньо вдале втілення режиму таргетування інфляції для багатьох країн, не відмінняє висновків окремих фахівців про перехід до режиму таргетування номінального ВВП. Суть таргетування номінального ВВП означає, що ЦБ визначає цільовий орієнтир по зростанню номінального ВВП, який виступає як ринкова вартість усіх кінцевих послуг і товарів, вироблених в країні за рік і виражена у поточних ринкових цінах.

Отже, підкреслимо, що від правильно обраного монетарного режиму залежить цінова стабільність національної економіки. Проте її забезпечення здійснюється через використання інструментів монетарної політики.

## 1.2. Цінова стабільність національної економіки: сутнісне розуміння та чинники впливу

Забезпечення цінової стабільності національної економіки виступає головною метою економічної політики держави, адже стабільна купівельна спроможність національних грошей забезпечує стабільність попиту та темпів економічного зростання, а з іншої сторони – стимулює зростання життєвого



рівня громадян. Проблема забезпечення цінової стабільності національної економіки у будь-якій країні є ключовою в процесі реалізації макроекономічної політики, тому що саме нестабільність грошей приводить до багатьох негативних ефектів, пов'язаних із зростанням цін, а також (і це найголовніше) формує невизначеність в процесі прийняття рішень економічними суб'єктами.

Поняття «цінова стабільність національної економіки» тісно пов'язане із поняттям «стабільність національної грошової одиниці». Ці поняття взаємопов'язані, взаємообумовлюють одне одного та й взагалі у значній мірі змістовно є тотожними тому, що сутнісно характеризують одні і ті ж соціально-економічні процеси, які охоплюють усі без винятку галузі і сфери національної економіки та фінансової системи. Адже зміни фінансових характеристик будь-якого з інституційних секторів економіки чи складових фінансової системи спричиняють вплив на стабільність грошової одиниці та на цінову стабільність економіки зв цілому.

Забезпечення стабільної національної грошової одиниці, а отже і цінової стабільності економіки є одним з головних факторів досягнення стратегічних цілей соціально-економічного розвитку України, тому що саме стабільність гривні є основою причиною економічного зростання, а також сприяє зростанню добробуту населення всієї країни [70].

Академік А. Гриценко розуміє під стабільністю грошової одиниці певну незмінність вартості, яку представляє грошова одиниця в обігу і вона виражається у купівельній спроможності грошей [16].

Такий же підхід і у Гудзоватої О.О., яка розуміє стабільність грошової одиниці як одну із найважливіших кінцевих цілей монетарної політики і яку вона розглядає також як відносну незмінність вартості. При цьому, Гудзовата О.О. розглядає стабільність грошової одиниці як відносно динамічну величину, в рамках якої виділяє внутрішню – це інфляція і зовнішню (обмінний валютний курс) складові. Ця відмінність суттєво важлива для країн

з відкритою економікою (на зразок України) та значним рівнем іноземного капіталу [18, с. 65].

Водночас, як справедливо зауважує Носов О., у проблемі забезпечення цінової стабільності економіки та стабільності грошової одиниці дуже важливо розмежовувати поняття, які за своєю суттю є різними, хоча в реаліях вітчизняної економіки вживаються як синоніми. Уже традиційно стабільність української гривні ототожнюється з валютно-курсовою стабільністю. Проте, сьогодні у сучасних ринкових економіках стабільність грошової одиниці, як правило, інтерпретується як цінова стабільність економіки. Хоча часто цінова стабільність знаходиться в тісному кореляційному зв'язку, у взаємообумовленості з курсовою стабільністю, проте між ними існують розходження, які визначаються рівнем розвитку національної економіки та масштабами її входження у світові економічні процеси [51].

Визначення головної мети центрального банку як забезпечення стабільності національних грошей також розуміють як необхідність підтримки на належному рівні показників, які характеризують ціну сучасних грошей, до яких генетично належать три характеристики: купівельна спроможність грошової одиниці, процентна ставка і валютний курс.

Міщенко С.В. вважає, що під стабільністю ціни сучасних грошей необхідно розуміти: «не одномоментний визначений рівень купівельної спроможності, валютного курсу або рівня відсотка, а певний комплекс умов для виконання грошима своїх функцій та загальну економічну стабільність, в сенсі безперервності і стійкості функціонування грошового обігу. Такі умови створюються завдяки державному регулюванню певних напрямків діяльності шляхом реалізації відповідної політики з боку центрального банку і уряду», тобто по суті стабільність грошової одиниці є відносною величиною, тому що абсолютної стабільності по визначенню не існує.

Отже цінову стабільність необхідно розглядати з позицій відносної незмінності купівельної спроможності грошей як в країні, так і ззовні. По-іншому, стабільність національної грошової одиниці означає цінову

стабільність в національній економіці на товарних ринках та стабільність валютного курсу щоб підтримувати купівельну спроможність національних грошей на зовнішніх ринках.

Тобто, якщо за гроші можна придбати товари і послуги, купити іноземну валюту, взяти гроші в позику, то, зрозуміло, що можна виокремити такі елементи стабільності грошової одиниці:

- стабільність цін на товари і послуги, тобто купівельної спроможності;
- стабільність цін на кредитні ресурси, тобто процентних ставок;
- стабільність валютного курсу.

Стабільність цін на товари і послуги (купівельної спроможності) – це той рівень інфляції, який не змінює прогнозні темпи економічного зростання, забезпечує зростання реальних доходів населення та узгоджується з динамікою валового внутрішнього продукту та валютним курсом національних грошей. Вона передбачає дотримання у середньостроковій періоді низьких, стабільних темпів інфляції, які обраховуються через індекс споживчих цін. Цінова стабільність не означає незмінних цін, вона свідчить про помірне їх зростання [76].

Стабільність цін – це найважливіша макроекономічна мета, яка означає, що рівень інфляції є настільки несуттєвим, що не може чинити впливу на прийняття фінансових рішень.

Цінова стабільність – це фундамент стабільності національних грошей, тому суттєве значення мають її виміри та її оцінка. Усі країни намагаються забезпечити цінову стабільність, тому що ціни виступають як індикатор, який показує стан національної економіки. Велика інфляція вказує на імовірність «перегрівання» економіки, а дефляція – говорить про нестачу сукупних видатків. Економічна поведінка і бізнесу, і населення значною мірою залежить від руху цін; швидке їх зростання призводить до економічного безладдя, а інколи й до хаосу. Саме тоді фірми та люди перестають діяти раціонально, а ефективність функціонування економіки суттєво падає [55, с. 66].

Водночас, цінова стабільність і стабільність грошової одиниці виступають необхідними, хоча і недостатніми умовами для підтримки одна одної, а тому в практичному сенсі кожна з цих стабільностей вимагає здійснення сукупності заходів економічної політики по їх дотриманню. Цінова стабільність, як правило, вимірюється індексом споживчих цін. А стабільність грошової одиниці має вимірюватись мабуть трохи іншим чином, і тут єдиного загальноприйнятого підходу до вимірювання цієї стабільності не існує.

Стабільність цін на позики ресурси (кредитна стабільність) виступає як незмінність процентної ставки за позиками або така її динаміка, яка йде в руслі з обмінним курсом, рівнем інфляції та обліковою ставкою ЦБ.

Стабільність обмінного курсу національних грошей (валютна стабільність) теж виступає як його незмінність, тобто такий рух курсу, який корелюється з рівнем внутрішньої інфляції та забезпечує рівновагу платіжного балансу [71].

Світовий та український досвід свідчать, що основними причинами порушення цінової стабільності як грошової одиниці, так і економіки в цілому можуть бути: не виправдана грошова емісія центрального банку як результат кризових явищ в економіці і її потреб у грошовій масі; слабка довіра до банківської системи; невиважена боргова політика держави, великі обсяги зовнішніх позик в іноземній валюті, висока доларизація економіки, окремих товарних ринків і «тіньового» сектора; невиважена валютно-курсова політика та відсутність засобів страхування валютних ризиків, слабкий контроль за рухом капіталів в результаті лібералізації фінансових ринків тощо. Всі ці явища дають такі негативні наслідки як спотворену структуру цін та неефективний розподіл завжди обмежених ресурсів в економіці; підвищення волатильності цін, рівня інфляції та кінцево – обмеження кредитного процесу та інвестицій в реальний сектор економіки і збільшення трансакційних витрат; невірноваженість та невизначеність у русі цін на ресурси в майбутньому; значні масштаби перетікання ресурсів з виробничої сфери в сферу фінансових послуг щоб зменшити наслідки наявного ризику інфляції та, безумовно,

часткова втрата національними грошима власної купівельної спроможності і здатності виконувати функції грошей.

Отже, розуміючи причини і наслідки порушення стабільності грошової одиниці, а також усвідомлюючи цілі та механізми здійснення монетарної політики центральних банків, можна виділити такі своєрідні «барометри» оцінки цінової стабільності національної економіки: індекс споживчих цін; базова інфляція споживчих цін; індекс цін виробників; дефлятор ВВП; рівень монетизації ВВП; сальдо торгового балансу до ВВП; відношення зовнішнього боргу до ВВП; темпи вилучення депозитів з банківської системи, рівень доларизації економіки; тощо.

Суттєве значення має усвідомлення та оцінка чинників впливу на цінову стабільність, яка передбачає таку стабільність всередині країни та стабільність валютного курсу щоб підтримувати купівельну спроможність національної валюти на зовнішньому ринку. На основі такого розуміння виділяють базові, кризові та регулюючі, а також психологічні та очікувальні чинники (рис. 1.2.).

Базовими, визначальними чинниками служать наступні: рівень відсоткових ставок; темпи зміни ВВП та доходів домогосподарств; внутрішні та зовнішні умови пропозиції грошей; темпи інфляції; стан торгового та платіжного балансу; функціонування валютних ринків і валютні спекуляції та інші чинники.

Різні процентні ставки за різними фінансовими інструментами (кредити, депозити, облігації внутрішніх державних позик та ін.) суттєво впливають як на рівень цін, так і на валютний курс. Зменшення пропозиції грошей, а отже зростання процентної ставки та зменшення інвестиційних видатків ведуть до зниження темпів інфляції. Високі процентні ставки стимулюють інвесторів купувати національні цінні папери, тобто виникають умови ревальвації національної валюти. Згідно з відомою теорією паритету процентних ставок, рух обмінного курсу йде пропорційно різниці між процентними ставками у країнах цих валют.

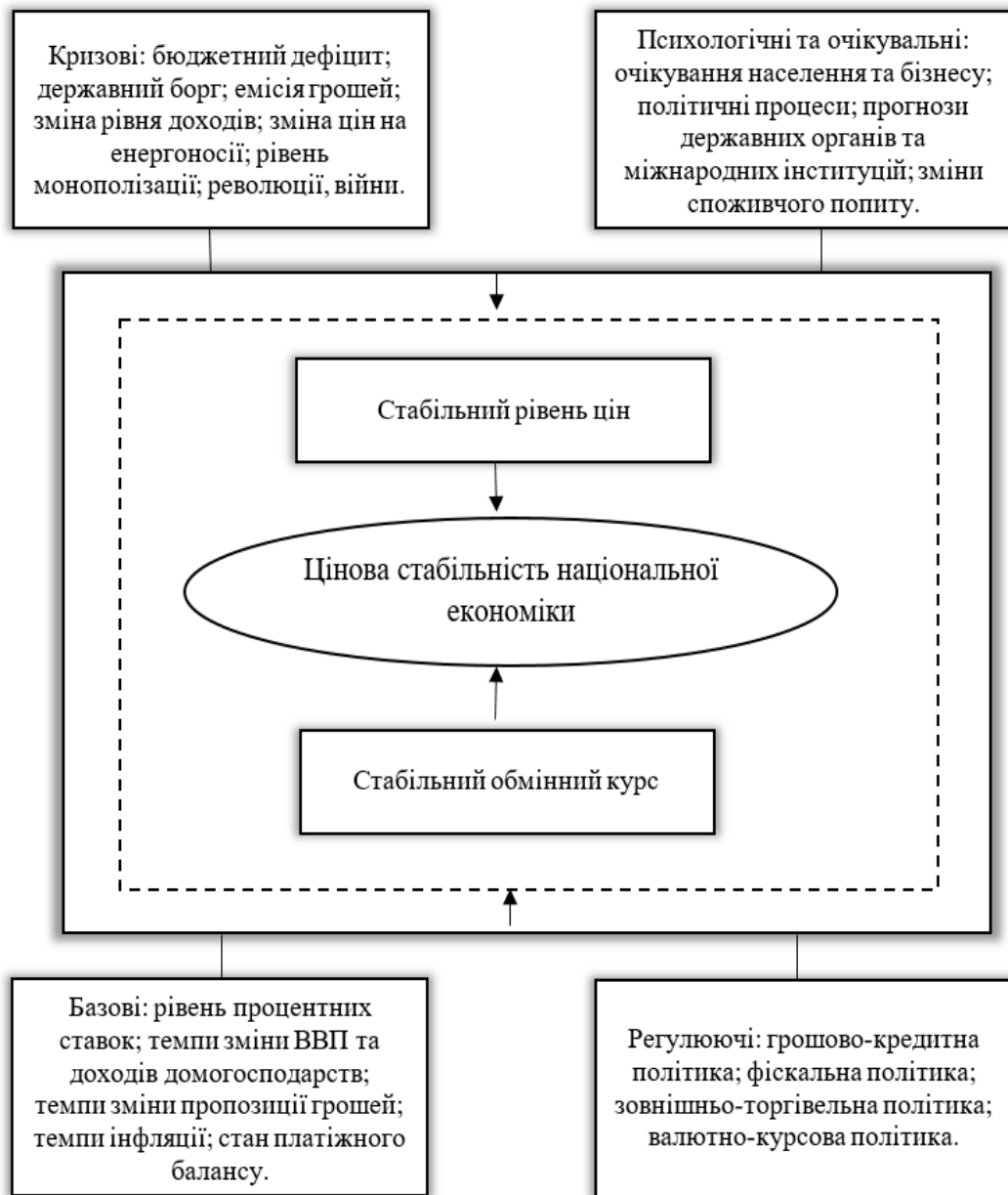


Рис.1.2. Чинники цінової стабільності національної економіки

*Джерело:* розроблено на основі [9, 10].

Темпи росту ВВП та доходів населення – ще один важливий чинник цінової стабільності національної економіки. При значних темпах зростання ВВП та доходів фізичних осіб інфляція може вирости через зростання сукупного попиту. При цьому вищі темпи зростання ВВП і доходів створюють умови для ревальвації національної валюти.

Пропозиція грошей теж виступає чинником, який визначає темп інфляції у довгостроковому періоді тобто вищі темпи зростання пропозиції грошей дають вищі темпи інфляції. Але при цьому, вищі темпи стимулюють девальвацію національної валюти.

Стан платіжного балансу теж впливає на цінову стабільність національної економіки. Його негативне сальдо тобто зменшення валютного резерву країни веде до девальвації її національної валюти.

Регулятивні чинники – це інструменти державної політики, вони перебувають під контролем держави та використовуються для регулювання темпів інфляції і курсу національної валюти. Сюди відносять монетарну політику, фіскальну (податково-бюджетну) політику, експортно-імпорتنу політику, валютне регулювання.

Окрім регулюючих та базових, виокремлюють ще кризові чинники, такі, що, зазвичай, ведуть до швидкого зростання цін та знецінення національних грошей. До таких чинників відносять, як правило, значний дефіцит бюджету; великий державний борг; надмірну емісію грошей; швидке зростання доходів населення; адміністративне зростання цін; монополізація ринків; революції, війни.

Психологічні та очікувальні чинники – це очікування населення; політичні процеси; прогнози державних структур та міжнародних організацій; швидке зростання попиту та значні зміни в ньому.

Зрозуміло, що без цілого комплексу заходів щодо забезпечення цінової стабільності важко буде досягати макроекономічної фінансової стабільності для будь-якої країни. Серед таких заходів необхідно виділити наступні:

1. Сприятливі макроекономічні умови для тривалого поступального розвитку.
2. Велика довіра населення і бізнесу до національної грошової одиниці та інститутів грошового обігу.
4. Стабільність діючого законодавства, яке регламентує функціонування грошової системи.

5. Сприятлива політична ситуація.
6. Орієнтація суспільства на інноваційність, на розвиток людського потенціалу.
7. Гнучкість грошової системи, її реакція на потреби економіки в грошових коштах.
8. Антиінфляційні заходи і створення умов для постійного економічного зростання та збільшення конкурентоспроможності національної економіки.
9. Здійснення політики збалансування обсягів і структури внутрішніх і зовнішніх запозичень.
10. Позитивне сальдо поточного рахунку платіжного балансу.
11. Низький рівень фінансової доларизації економіки, удосконалення валютного регулювання.

Отже, підвищення цінової стабільності національної економіки забезпечує умови щодо економічного зростання та поступального розвитку економіки, водночас її порушення веде до значних негативних наслідків. Тому всі країни світу постійно здійснюють аналіз і моніторинг цінової стабільності економіки. За допомогою методів та інструментів монетарної політики держава намагається досягати такого стану і динаміки економіки, які будуть прийнятними в інтересах соціально-економічного розвитку країни.

### 1.3. Трансмісійний механізм та монетарні інструменти забезпечення цінової стабільності

Монетарна політика та механізм її здійснення в ринкових економіках постійно розвиваються та адаптуються до потреб розвитку національних економік. Не дивлячись на те, яка мета монетарної політики визнається центральним банком як стратегічна довгострокова: чи цінова стабільність, чи підтримка високого рівня зайнятості та економічного зростання – все рівно досягненню визначеної мети сприяє використання відповідного інструментарію.



Центральний банк має великий набір інструментів монетарного регулювання. Як зазначають відомі науковці Мороз А.М. та Савлук М.І.: «Використання різних інструментів варіюється залежно від спрямованості економічної політики держави, ступеня відкритості її економіки, рівня розвитку грошового ринку, особливостей національної банківської системи, традицій та конкретних обставин» [69, с. 424].

У статті 25 Закону України «Про Національний банк України» зафіксовано, що основними економічними засобами та методами монетарної політики є вплив на розміри грошової маси через:

- 1) зміни норм мінімальних резервів для комерційних банків;
- 2) політику облікової ставки;
- 3) процес рефінансування комерційних банків;
- 4) управління золотовалютними резервами;
- 5) операції з державними цінними паперами;
- 6) регулювання експортно-імпортними операціями;
- 7) випуск в обіг власних депозитних сертифікатів і операції з ними [29].

Під інструментами монетарної політики також розуміють різноманітні регулятивні заходи, які може задіяти центральний банк і які безпосередньо ним контролюються, а їх застосування може впливати на цільові орієнтири монетарної політики. Специфіка цих інструментів полягає в тому, що завдяки їх застосуванню центральний банк може впливати на ті процеси, які відбуваються не тільки у монетарній сфері, але і в реальній економіці.

Таким чином, узагальнено можна сказати, що під інструментами монетарної політики розглядається комплекс економічних важелів, які має у своєму розпорядженні центральний банк та застосовує їх для впливу на цільові орієнтири монетарної політики, у тому числі на забезпечення стабільності купівельної спроможності національної грошової одиниці.

Між інструментами, які застосовує центральний банк та цілями монетарної політики існує функціональний, зокрема обернений зв'язок і це

дає можливість передбачати вплив кожного окремого інструмента монетарної політики на цінову стабільність своїм способом.

Сьогодні в розвинутих країнах світу операціям на відкритому ринку як інструменту здійснення монетарної політики відведено одну із ключових ролей в системі монетарного регулювання економіки. Цей інструмент означає купівлю-продаж центральним банком цінних паперів, як правило, це облігації державної позики, їх придбання значно збільшує ресурси банків, підвищує ліквідність банківської системи, збільшує її кредитні можливості тобто формує умови для економічного зростання, хоча б у коротко- та середньостроковій перспективі. А навпаки, якщо центральний банк продає цінні папери на відкритому ринку, то він тим самим зменшує надлишкову грошову масу у банківському секторі, зменшує його кредитний потенціал та гальмує можливе розгортання інфляційних процесів, провокованих саме наявністю зайвої грошової маси в економіці.

Для вилучення зайвої грошової маси в обігу центральний банк також застосовує такий специфічний інструмент, як депозитні сертифікати. Їх розміщення дає можливість швидко зменшувати грошову масу в обігу, перешкоджаючи її можливому перетіканню на спекулятивний ринок коли продають надкороткострокові сертифікати, терміном до 14-ти днів або ж зменшуючи тиск надлишкової грошової маси в країні на рівень інфляції, коли розміщують депозитні сертифікати на більш тривалий термін – до одного року.

Серед інструментів монетарної політики центрального банку розвинутих країн значною популярністю користується політика рефінансування, яку здійснюють центральні банки, реалізуючи на практиці функцію кредитора останньої інстанції.

Поступово рефінансування центральним банком комерційних банків стало застосовуватись як інструмент фінансової підтримки банків, адже звертатися за такими позиками можуть банки, у яких з'явилися тимчасові

труднощі із ліквідністю. Проте, доступ до таких кредитів не є вільним, а їх отримання визначається рядом чинників.

У цьому сенсі популярність у монетарній політиці центральних банків розвинутих країн отримали облікові кредити, тобто такі, які центральний банк надає фінансово-кредитним установам на основі придбання тобто купівлі у них векселів до закінчення строку їх дії.

ЦБ також з метою впливу на курс національних грошей відносно іноземних здійснює валютні інтервенції через купівлю-продаж валютних цінностей на ринку і забезпечує тим самим управління золотовалютними резервами. Цей інструмент прямо впливає на зміни макроекономічних показників шляхом купівлі чи продажу державними органами іноземної валюти, визначення режиму валютного курсу та його динаміки у часі.

Облікова ставка центрального банку виступає як інструмент монетарної політики, що є широко відомим та застосовується центральними банками практично всіх країн. Даний інструмент – це встановлення та періодична зміна центральним банком процентної ставки, по якій він рефінансує банки. Процентну ставку центрального банку ще часто називають обліковою, або дисконтною.

Облікова ставка ЦБ має особливий статус в економіці. Вона виступає ціною, за якою ЦБ вводить гроші в оборот у процесі первинної емісії, тобто, по суті облікова ставка є заявленою центральним банком ціною грошей, на яку орієнтуються всі економічні суб'єкти [69, с. 448].

Показник облікової ставки центрального банку виступає як важлива умова рефінансування комерційних банків, отже забезпечення їх додатковими ресурсами на позиковій основі. Впливаючи на динаміку облікової ставки, регулятор впливає на пропозицію грошей та визначає грошову масу в обігу.

Мінімальні обов'язкові резерви – це той інструмент монетарної політики ЦБ, який застосовують для більш суттєвого впливу на пропозицію грошей. Рівень мінімальних резервів прямо і безпосередньо впливає на кредитний процес в банку. Зростання норми обов'язкових резервів означає меншу

спроможність банківської системи збільшувати масштаби кредитування, і навпаки, менша норма резервування дає банківській системі більше можливостей збільшувати ресурси для фінансування інноваційних заходів. Навіть враховуючи той факт, що останнім часом банки розвинутих країн можуть накопичувати пасиви, тобто формувати ресурси, уникаючи розповсюдження на них вимог по обов'язковому резервуванню, мінімальні резервні вимоги все одно залишаються дієвим інструментом регулювання центральним банком пропозиції грошей на ринку.

Центральні банки також застосовують власні обмеження для окремих видів діяльності комерційних банків. Такі інструменти монетарної політики перш за все використовуються щодо кредитної та інвестиційної банківської діяльності.

Для впливу на кредитну активність ЦБ різних країн також застосовують ще такий монетарний інструмент як «кредитні стелі», які націлені на гальмування надмірної кредитної активності. Зміст цього інструмента означає визначення ЦБ граничного обсягу позикових операцій та здійснення контролю за дотриманням банками визначених нормативів. Наприклад, цей інструмент використовується через встановлення певного відсоткового співвідношення на річний обсяг кредитів або індивідуально для кожної банківської установи.

Застосування прямих лімітів на обмеження темпів приросту кредитування змушує банки тримати частину депозитних коштів у вигляді непрацюючих резервів, і це знижує потенціал банків щодо кредитування.

При фіксації «кредитних стель» або піднятті їх рівня можна побачити переорієнтацію позичальників на так звані неформальні фінансові ринки щоб реалізувати свої потреби в кредитних ресурсах або знайти більш дешеві варіанти їх залучення. В свою чергу така ситуація призводить до збільшення ціни за ресурси на цих ринках.

Окрім «кредитних стель» в системі монетарної політики застосовують ще один інструмент – портфельні обмеження, за якими банки мають вкладати частину сформованих резервів у державні цінні папери.

Важливе місце у системі монетарної політики, особливо країн з ринками, що розвиваються, займає такий специфічний інструмент як селективна кредитна політика. Специфіка його застосування полягає у визначенні кількісних параметрів тих позик, які спрямовані на виконання інвестиційних та інноваційних проєктів, які до того ж реалізуються у пріоритетних галузях економіки; на створення різноманітних пільг, щоб спрямувати банки фінансувати проєкти у важливих сферах економіки; на розробку спеціальних фінансово-кредитних установ, які реалізують кредитування інвестиційних та інноваційних проєктів у цих галузях та сферах за пільговими процентними ставками. Використання селективної кредитної політики як головного інструмента монетарного регулювання в окремих країнах відбувалось через неспроможність їхніх внутрішніх фінансових ринків забезпечити ефективний розподіл завжди обмежених грошових коштів.

В економічній літературі існують різні підходи до класифікації інструментів монетарної політики, за найбільш важливими ознаками, вони дозволяють визначати їх місце і роль у процесах забезпечення цінової стабільності економіки.

За об'єктом спрямування виокремлюють жорсткі і м'які інструменти монетарної політики. Жорстка політика орієнтована на таргетування стабільного обсягу грошової маси в економіці. І, навпаки, гнучка монетарна політика – політика центрального банку, коли проміжною ціллю є таргетування процентних ставок на певному рівні.

За ознаками спрямованості регулятивного впливу інструменти монетарної політики розділяють на загальні та селективні. Загальні інструменти діють для всіх фінансово-кредитних установ та на грошовому ринку в цілому. Селективні інструменти діють вибірково – на певні групи банків або на окремі сфери банківської діяльності, на регулювання окремих різновидів банківських операцій тощо.

За специфікою впливу на ринок інструменти монетарної політики розрізняють як адміністративні та ринкові. Адміністративні означають

регулятивні заходи ЦБ у вигляді обмежень, лімітів, директив чи мораторіїв. Такі заходи орієнтовані на обмеження сфери діяльності комерційних банків, наприклад, визначають чи обмежують процентні ставки або обсяги кредитів. Чітким прикладом використання адміністративних інструментів є мораторій на зняття депозитів. Ринкові інструменти виступають як регулятивні заходи впливу ЦБ на грошовий ринок шляхом створення на ринку таких умов, які визначають бажану подальшу поведінку суб'єктів цього ринку. Тобто по суті, ринкові інструменти означають вплив ЦБ на ключові параметри грошово-кредитному ринку. Наприклад, знижуючи облікову ставку ЦБ створює додатковий попит на позикові ресурси, а продаючи іноземну валюту центральний банк впливає на пропозицію на валютному ринку країни.

За строкові дії інструменти монетарної політики розділяють на довготермінові (реалізація займає понад рік), середньотермінові (до одного року) і короткострокові (зادля виконання оперативних завдань монетарної політики).

По значимості виокремлюють базові та додаткові інструменти монетарної політики. Базові застосовують у всіх країнах, вони створюють основні напрямки монетарної політики, та ефективно впливають на монетарну сферу та економіку в цілому, наприклад, операції на відкритому ринку. Додаткові або другорядні інструменти доповнюють базові, вони можуть і не мати чітко вираженого дієвого ефекту, зокрема депозитні операції які генерують зайву ліквідність як результат дії інших інструментів монетарної політики (рефінансування), тому ці операції є вторинними, похідними від базових. Додаткові інструменти часто відображають національну специфіку грошового обігу.

Отже, узагальнимо, що монетарна політика ЦБ здійснюється шляхом використання групи відповідних інструментів, об'єднаних в єдину систему та які діють одночасно у певних взаємодіях. Тому різні класифікації інструментів монетарної політики обумовлює скоріше не відокремлення інструментів, а, навпаки, їх поєднання за певними ознаками, і це дозволяє встановити

взаємозв'язок і взаємозалежність у їх використанні, тобто у впливі на цінову стабільність економіки.

### Висновки до першого розділу

Монетарна політика виступає як комплекс скоординованих та взаємозв'язаних подій, заходів та кроків центрального банку у сфері регулювання грошового обігу та кредиту, який обумовлює цілеспрямоване застосування монетарних інструментів, орієнтованих на досягнення цінової стабільності національної економіки, стимулювання високих темпів економічного зростання, збільшення рівня зайнятості та інших регламентованих законами держави економічних цілей. При цьому основна мета центрального банку – це забезпечення стабільності національної грошової одиниці, означає і досягнення цінової стабільності економіки.

Цінову стабільність національної економіки пояснюють як динамічний стан купівельної спроможності національної грошової одиниці на зовнішніх і внутрішньому ринках, що дає можливість забезпечити відносну незмінність її вартості та високий рівень довіри, також належне виконання покладених на неї функцій в умовах динамічних макроекономічних змін. Цінова стабільність економіки має системний характер, вона виникає як інтегральний результат забезпечення цінової, кредитної та валютної стабільності; багато можливих станів, відносний характер адже завжди існує ймовірність настання дестабілізацій; вона базується на довірі до грошової одиниці тому, що без довіри до останньої цінова стабільність не може існувати, тобто має бути найбільш повне та ефективне виконання грошима функцій засобу обміну, нагромадження та міри вартості, внаслідок дуже слабкої динаміки купівельної спроможності.

Цінова стабільність національної економіки означає цінову стабільність безпосередньо в країні та стабільну купівельну спроможність національної валюти на зовнішньому ринку. Для забезпечення цінової стабільності, як

правило, виділяють такі групи її чинників: *базові* (рівень процентних ставок; темпи зростання ВВП, доходів бізнесу та населення, зміни грошової маси, темпи інфляції, сальдо платіжного балансу); *регулюючі* (монетарна, податково-бюджетна, експортно-імпортна, валютно-курсова політики); *кризові* (незмінний дефіцит бюджету; значний державний борг, емісія грошей, рівень монополізації, зміна цін на енергоносії, революції, війни); *психологічні та очікувальні* (політична процеси, очікування населення, прогнози державних структур та міжнародних інституцій; зміни у споживчому попиті).

Головними критеріями формування цінової стабільності національної економіки виступають такі як наявність макроекономічних умов для тривалого у часі безкризового розвитку; суттєво високий рівень довіри економічних суб'єктів до національних грошей та інститутів грошового обігу; високий рівень монетизації ВВП; стабільність законодавства, яке регламентує грошовий обіг у країні; стабільність політичних процесів; орієнтація суспільства на інноваційний розвиток, на зростання людського потенціалу; гнучкість грошової системи; гальмування інфляції та створення умов для стабільного економічного зростання; реалізація виваженої боргової політики; наявність позитивного сальдо платіжного балансу.

Монетарна політика відіграє ключову роль у забезпеченні цінової стабільності національної економіки, а її успішність у значній мірі залежить від заявлених центральним банком та зрозумілих населенню і бізнесу цілей, їх ретельного дотримання та оптимального вибору монетарних інструментів – тих грошово-кредитних важелів, які знаходяться у розпорядженні центрального банку та застосовуються для впливу ним на визначальні орієнтири монетарної політики, зокрема на забезпечення цінової стабільності національної економіки. Між інструментами, які застосовує центральний банк та цілями монетарної політики існує функціональний зв'язок, і це дає можливість передбачати вплив кожного інструмента монетарної політики на цінову стабільність певним способом.



Цільова орієнтація монетарної політики у напрямку забезпечення цінової стабільності національної економіки зумовлює також характер та особливості використання монетарних інструментів.

## РОЗДІЛ 2

### СПЕЦИФІКА РЕАЛІЗАЦІЇ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ В СИСТЕМІ АНТИІНФЛЯЦІЙНОЇ ПОЛІТИКИ ДЕРЖАВИ

#### 2.1. Методика вимірювання та оцінювання інфляційних процесів

Забезпечення цінової стабільності економіки є головною функцією Національного банку України та визначальним завданням економічної політики держави. Саме тому важливо зрозуміти та виробити методичні підходи до оцінювання цінової стабільності національної економіки, на підставі чого розбудовується стратегія і тактика забезпечення цієї стабільності, уточнюються заходи та управлінські рішення, відбувається контроль та оцінюються результати реалізації цих заходів.

Потреба в оцінюванні та аналізі цінової стабільності національної економіки обумовлена наступними причинами:

- 1) розбудовою умов для більш ефективного функціонування грошового ринку та належного виконання грошовою системою країни своїх функцій;
- 2) формування рівних можливостей для всіх економічних суб'єктів в доступі до грошового ринку;
- 3) необхідністю гальмування інфляційних процесів та забезпечення валютної стабільності в країні;
- 4) суттєвим значенням аналізу для розробки необхідних планів, стратегій і державних програм розвитку, а ще для макроекономічного прогнозування показників, на основі яких оцінюють цінову стабільність національної економіки;
- 5) необхідністю застосувати результати аналізу в розробці заходів монетарної, податково-бюджетної, боргової політики щоб забезпечувати та підтримувати цінову стабільність національної економіки.

Такий аналіз дозволяє констатувати стан і тенденції розвитку інфляційних процесів, динаміку валютного курсу, зміни процентних ставок за позиками, а також чинників, які впливають на забезпечення цінової стабільності національної економіки. Саме отримана в такому аналізі інформація дає можливість оцінити ступінь реалізації визначених цілей, ввести корективи в монетарну політику, порівняти відповідну інформацію із зарубіжним досвідом та використовувати при коригуванні стратегічних і програмних документів.

Сьогодні важливий причинно-наслідковий аспект аналізу – щоб виокремити чинники, які суттєво впливають на зміну цінової стабільності національної економіки, а це потребує оцінки строків їх дії, визначаючи ті чинники, негативний вплив яких можна швидко пригальмувати та чинники довгострокового впливу.

Важливою частиною такої аналітичної роботи виступають вимоги до інформаційного забезпечення. Бажано використовувати такі джерела інформації як наукові праці з відповідної проблематики; закони та інші правові акти, які регулюють монетарну сферу; монетарну статистику НБУ, Мінфіну України, Державної служби статистики, дані мережі Інтернет.

Важливо також виокремити необхідні індикатори, які потрібно використовувати в ході оцінювання. Для здійснення комплексної оцінки та аналізу стабільності грошової одиниці та економіки в цілому слід використовувати індикатори, наведені у таблиці 2.1.

На наступному етапі аналізу стабільності грошової одиниці та цінової стабільності економіки необхідні розрахунково-аналітичні дії. На основі аналізу в часі важелів економічної політики та їх впливу на стабільність грошей та економіки відбуваються також розрахунки та порівняльний аналіз індикаторів в русі, їх порівняння з плановими орієнтирами.

Таблиця 2.1

Характеристика основних індикаторів і потенційних джерел загроз у грошово-кредитній сфері

Індикатори	Сфери впливу	Джерела загроз	Компетенція
1. Індекс споживчих цін. 2. Індекс цін виробників. 3. Базова інфляція споживчих цін	зниження купівельної спроможності національної грошової одиниці	незбалансовані фіскальна і цінова політики уряду; неконтрольована емісія грошей	центральный банк, уряд
4. Відношення зовнішнього боргу до ВВП	надлишковий обсяг зовнішнього державного боргу призводить до зростання вартості його обслуговування, збільшується ймовірність дефолту	надлишкові державні витрати, для фінансування яких залучаються значні обсяги зовнішніх запозичень	уряд
5. Відношення сальдо поточного рахунку платіжного балансу до ВВП	зростання негативного сальдо призводить до зниження золотовалютних резервів центрального банку	зниження рівня конкурентоспроможності продукції через погіршення зовнішньоекономічної кон'юнктури, перевищення темпів зростання імпорту над темпами експорту, дисбаланс між попитом і пропозицією на валютному ринку, неповернення суб'єктами господарювання валютної виручки	уряд, центральный банк
6. Рівень фінансової доларизації	порушення системи грошового обігу через втрату центральним банком можливості проводити незалежну грошово-кредитну політику	високий рівень політичної і економічної нестабільності, розбалансованість фінансової системи, доларизація окремих товарних ринків і тіньового сектора економіки	центральный банк
7. Темпи вилучення депозитів з банківської системи	зниження рівня ліквідності та платоспроможності банків	високий рівень політичної і економічної нестабільності, систематичне невиконання або затримка банками взятих на себе зобов'язань	центральный банк
8. Рівень монетизації	зниження довіри суб'єктів економіки до національної грошової одиниці	падіння купівельної спроможності грошей	центральный банк, уряд

Джерело: складено автором на основі[8]

Суттєве значення має аналіз макроекономічних ризиків, які можуть впливати на цінову стабільність економіки. Основними з них виступають наступні:

1. Ризик збільшення інфляції вище запланованого рівня, який вказує на незбалансованість монетарної політики та на неефективний контроль з боку уряду за рухом цін. Високий рівень інфляції – найсуттєвіша причина дуже слабкого використання облікової ставки як інструмента регулювання.

2. Ризик зменшення конкурентоспроможності національної економіки і зменшення темпів зростання ВВП – спостерігається в умовах надмірного зміцнення курсу національної валюти та формує переваги для іноземних виробників.

3. Ризик зменшення стійкості банківської системи, який обумовлений значною волатильністю курсу національної валюти та негативними курсовими різницями.

4. Ризик розбалансування платіжних систем, який виникає як результат швидкого зростання інфляції та нестачі грошей для виплат, а це веде до витіснення національної валюти, перекосів у цінових пропорціях, зменшення податкових надходжень, зростання відтоку капіталу, зменшення темпів зростання ВВП.

5. Процентні ризики як такі, що обумовлені динамікою вартості валютних ресурсів на світових ринках або різними змінами курсу національної валюти на внутрішньому ринку, а це веде до зміни величини реальної процентної ставки за позиками і депозитами та позначається на рівні рентабельності операцій банківського сектора в цілому.

Ступінь впливу прийнятих рішень у сфері монетарної політики на стабільність грошей та макроекономічні показники в значній мірі залежать від трансмісійного механізму монетарної політики та від ефективності каналів цього механізму [43].

Поняття трансмісійного механізму грошово-кредитної політики розуміється як процес передавання рішень центрального банку у сфері

монетарної політики на фінансову систему та на економіку в цілому, що потім відображається на змінах макроекономічних показників. Трансмісійний механізм діє через окремі канали, серед яких виокремлюють відсотковий канал, валютно-курсний канал, грошовий канал, кредитний канал та канал цін активів ( див. Додаток Г).

Канал процентної ставки як канал трансмісійного механізму монетарної політики, дія якого визначається впливом облікової процентної ставки на зміну ринкових ставок. Процентний канал часто розглядають як головний канал трансмісійного механізму монетарної політики, адже зміна вартості ресурсів безпосередньо впливає на споживання та інвестиції.

Валютний канал формується на основі впливу валютного курсу на зміни обсягу експорту та імпорту, а ще на рівень цін в країні. Він є надважливим елементом монетарної політики у відкритій економіці. Дія валютного каналу в значній мірі пов'язана з кредитним каналом.

Кредитний канал діє через кредитні процеси між центральним банком та комерційними банками з питань підтримки ліквідності, між банками та шляхом кредитування банками своїх позичальників.

Грошовий канал впливає на монетарні макроекономічні показники через зміни грошової бази, яка формує необхідний рівень грошової маси, а на її основі і рівень кредитування економіки та ціни на активи.

Канал цін активів діє таким чином, що зміна процентної ставки несе за собою зміни в цінах на фінансові активи, в яких зберігаються заощадження, тобто її зростання збільшує рівень добробуту проте знижує споживання.

Канал очікувань реалізується через економічну поведінку суб'єктів ринку. Дія цього каналу збільшується шляхом передачі «підказок» суб'єктам ринку заходами монетарного регулятора.

Отже, така методика дозволяє вимірювати та оцінювати динаміку показників, які характеризують інфляційні процеси в країні, за відповідними періодами або у порівняннях з іншими країнами. Висновки по кожному із наведених макроекономічних індикаторів порівнюють, а потім узагальнюють

у рекомендаціях за результатами аналізу. Таке своєрідне резюме повинно бути базою для розробки фінансової політики та дієвих механізмів, орієнтованих на зміцнення цінової стабільності національної економіки.

## **2.2. Аналітика практичного застосування в Україні монетарних інструментів досягнення цінової стабільності**

Вважається, що за останні передвоєнні роки монетарна політика здійснювалася Національним банком України згідно останніх світових тенденцій монетарного регулювання економіки. Наука і практика наголошують, що забезпечення цінової стабільності економіки та динаміка багатьох макроекономічних показників значно залежить від монетарної політики, а оптимальний вибір основних її інструментів та специфіка їхнього впливу на економіку та цінову стабільність, визначаються цільовим орієнтиром даної політики.

Наприклад, до повномасштабної російсько-української війни головною метою монетарної політики НБУ була підтримка цінової стабільності, а стратегічним орієнтиром тобто офіційним «таргетом» такої політики відповідно був контрольований приріст індексу споживчих цін, що мав на меті утримування інфляції в межах визначеного коридору та створення таким чином фундаменту для досягнення необхідних темпів економічного зростання країни у довгостроковій перспективі.

Аналіз окремих показників економічного розвитку України у передвоєнні роки дозволяє констатувати, що в цілому в Україні відбувалися позитивні тенденції, що проявилось у зростанні номінальних індикаторів розвитку, крім суперечливої динаміки грошової маси, яка з 2014 року постійно зменшувалась, і почала зростати тільки з 2020 року. Це дозволило мінімізувати інфляційний тиск монетарних чинників, сформувавши достатньо низький рівень інфляції як базову умову підвищення стабільності купівельної спроможності грошової одиниці.

Отже, ефективність монетарної політики проявляється у досягненні її цілей шляхом використання відповідних інструментів. Відповідно до Закону України «Про Національний банк України» (стаття 25), грошово-кредитна і політика здійснюється шляхом регулювання обсягу грошової маси за допомогою:

- 1) регулювання норм обов'язкових резервів для банків;
- 2) процентної політики;
- 3) операцій по рефінансуванню банків;
- 4) управління золотовалютними резервами;
- 5) операцій з державними цінними паперами;
- 6) регулювання міжнародного руху капіталу;
- 7) вимоги щодо обов'язкового продажу частки або всіх надходжень в іноземній валюті;
- 8) зміни строків розрахунків за експортно-імпортними операціями;
- 9) емісії власних боргових зобов'язань та операції з ними [29].

Грошовий канал виступає визначальним каналом монетарного впливу НБУ на розвиток національної економіки, впливаючи на грошову базу, центральний банк сприяє формуванню ресурсів у банківському секторі для здійснення банками активних операцій. Суттєво важливим інструментом монетарної політики, через який і відбувається дія грошового каналу, виступає політика обов'язкового резервування, тобто встановлення ЦБ та дотримання банками відповідних нормативів резервування, а це вимагає від банків тримати частину залучених коштів на спеціальному рахунку.

Як правило, норми резервування диференціюються по критерію валюти та строків залучення – за строковими вкладками фізичних і юридичних осіб в іноземній валюті та національній норми резервування менші, за поточними рахунками вони більші. Хоча з 2015 року НБУ суттєво змінив таку диференціацію і розміри відрахувань: за строковими депозитами – 3%, за поточними – 6,5% незалежно від виду валюти та суб'єкта-власника залучених банками коштів [54].



Сьогодні спостерігається пом'якшення політики обов'язкового резервування через бажання НБУ підвищувати рівень ліквідності банківської системи та збільшувати ефективність застосування цього інструменту монетарної політики.

Задля стимулювання інвестиційно-інноваційних процесів банків, Національний банк України в окремі роки знижував їм обсяги обов'язкових резервів на суму довгострокових інвестиційних кредитів, які надавались із самостійно сформованих ресурсів. Проте, як засвідчив досвід, для стимулювання інвестиційної активності банків такої пільги, по-перше, було недостатньо. А по-друге, це призвело до певних негативних явищ – банки почали маніпулювати структурою кредитного портфеля, щоб певну частину кредитів завести в категорію пільгових по резервним вимогам [69, с. 472-473].

Важливим інструментом впливу на цінову стабільність економіки є облікова ставка, за допомогою якої НБУ визначає для суб'єктів монетарного ринку орієнтир щодо вартості як залучених так і розміщених коштів на певний період і яка виступає основною процентною ставкою, яка залежить від процесів, в макроекономічній, бюджетній сферах та на фінансовому ринку.

Виконуючи операції з рефінансування, НБУ активно застосовує процентний канал впливу на цінову стабільність економіки, інструментами якого є облікова ставка та ставки за позиками рефінансування, середньозважений рівень яких повинна об'єктивно відображати вартість капіталу в країні.

Монетарна статистика НБУ свідчить, що і у 2019-2021 роках, і під час війни в рамках процентного каналу не здійснюється належна трансформація сигналів у формування об'єктивних ринкових цін на грошові кошти, про що свідчить відчутний розрив між ставкою рефінансування НБУ та ставками банків на кредитному ринку. А головною причиною завищення цін на позикові ресурси банків у порівнянні з динамікою зміни цін кредитів рефінансування, виступає збільшення кредитного ризику банків та його включення у вартість кредиту з метою компенсації.

Аналіз руху облікової ставки та тенденцій інфляції за останні десять років також підтверджує суттєво незначний вплив облікової ставки НБУ на діяльність банківської системи та досягнення цінової стабільності. А це вимагає перегляду механізму процентної політики НБУ щоб підвищити її взаємодію з динамікою відсоткових ставок за позиковими і депозитними операціями банків, задля зниження рівня впливу неринкових чинників.

Монетарна політика Національного банку впродовж останніх передвоєнних років була достатньо жорсткою, щоб гальмувати суттєвий інфляційний тиск. Основним чинником такого тиску був зростаючий споживчий попит, на базі стійкого зростання доходів населення та покращення споживчих настроїв. Така політика НБУ у сукупності із постійним притоком іноземної валюти від експорту зернових сформувала сприятливу ситуацію на валютному ринку. При цьому інфляційні очікування населення та ринків суттєво покращились. Проте, потім прийшла пандемія, а за нею і повномасштабна російсько-українська війна, які зламали ці позитивні тенденції і сьогодні Україна долає новий інфляційний тиск на національну економіку інструментами як монетарної політики НБУ, так і іншими заходами державної економічної політики.

Отже, процентна політика Національного банку означає регулювання ним попиту та пропозиції на грошові ресурси шляхом зміни процентних ставок за своїми операціями. Рухаючи облікову ставку, центральний банк здійснює вплив на короткострокові ставки на міжбанківському ринку. Через певний часовий проміжок це також переходить у нову динаміку процентних ставок за кредитами, депозитами, цінними паперами тощо. А ці останні ставки мають прямий вплив на обсяги споживання населення та інвестиції бізнесу, а таким чином і на інфляцію. Операційна мета монетарної політики – утримання ставок у національній валюті на міжбанківському кредитному ринку в межах коридору відсоткових ставок за інструментами постійного доступу, тобто кредитами на рівні, наближеному до облікової ставки.

Суттєво важливим аспектом дії процентного каналу трансмісійного механізму виступає вплив облікової ставки на середньозважену дохідність ОВДП. Монетарна статистика НБУ свідчить про те, що середньозважена дохідність облігацій внутрішньої державної позики не зовсім корелювалась з обліковою ставкою НБУ протягом тривалого часу і лише з другої половини 2019 року спостерігається тісна залежність між обома змінними.

Одним з інструментів монетарної політики НБУ є політика рефінансування, коли центральний банк надає кредити комерційним банкам задля підтримки їхньої ліквідності. Якраз через такий кредитний канал здійснюється вплив на банківський сектор, через надання банкам кредитів у порядку рефінансування, а ще через зворотні операції по зменшенню надлишкової ліквідності, тобто через розміщення депозитних сертифікатів та купівлю цінних паперів на відкритому ринку.

У сучасних умовах НБУ використовує наступні механізми рефінансування через:

- постійну лінію рефінансування – кредити овернайт;
- проведення тендеру на підтримку ліквідності банків;
- здійснення операцій своп та операцій репо.

Аналіз структури механізмів рефінансування на сайті НБУ показує зростаючу тенденцію до повного домінування у ній надкороткотермінових кредитів овернайт (з 38,32% у 2015 до 79,82% від загального обсягу рефінансування у 2022 році) та, зрозуміло, зниження частки рефінансування через проведення тендеру з підтримання ліквідності банків (відповідно з 61,68% у 2015 до 20,18% у 2022 році) [54]. Така статистика говорить про орієнтацію політики НБУ щодо регулювання ліквідності банківського сектора на її миттєву складову. Тобто, операції з рефінансування банків у сучасних умовах у більшості мають короткостроковий характер, а попит на такі позики визначається потребами комерційних банків у підтриманні переважно нормативів ліквідності. Такі кошти, отримані за допомогою рефінансування,

аж ніяк не є джерелами довгострокових ресурсів, а тому не стимулюють процеси економічного зростання.

Сьогодні необхідне зміщення акцентів у кредитно-емісійній діяльності НБУ на першочергове кредитування реального сектору, а тому скорочення обсягів надходжень через валютний канал та збільшення обсягів рефінансування банків, адже це дозволить здійснювати формування пропозиції грошей на основі внутрішніх потреб економіки.

Впливати на ліквідність банківської системи НБУ може й через здійснення операцій на відкритому ринку, які теж виступають одним із інструментів монетарної політики.

Національний банк України, реалізуючи операції на відкритому ринку, прямо впливає на головні показники, які визначають стан банківської системи – це ліквідність і процентні ставки. Різні інструменти операційного регулювання грошового ринку з боку НБУ так або інакше впливають на ставки міжбанківського ринку, на пропозицію позикових ресурсів та на курс гривні відносно іноземних валют. Ці змінні в значній мірі визначають роздрібні ставки на фінансовому ринку, заощадження, інвестиції, чистий експорт та, безумовно, темпи зростання ВВП, платіжний баланс, інфляцію та рівень безробіття.

На вторинному ринку НБУ здійснює операції з облігаціями внутрішньої державної позики, які прив'язані до регулювання ліквідності комерційних банків та значно впливають на грошову масу. Такий вплив здійснюється через угоди з купівлі чи продажу цих облігацій і на біржовому, і на позабіржовому ринках. Саме тому НБУ формує портфель ОВДП, які перебувають у його власності та забезпечує стан портфеля на необхідному рівні ліквідності.

Окрім купівлі-продажів ОВДП, НБУ проводить також операції з власними депозитними сертифікатами, обсяги яких і процентні ставки за якими завжди надаються монетарною статистикою на сайті НБУ.

Аналіз операцій НБУ з накопичення коштів банків через розміщення депозитних сертифікатів свідчить, що незважаючи на падіння обсягу операцій

у 2019 році загалом простежувалася та простежується тенденція до збільшення обсягу операцій з розміщення депозитних сертифікатів НБУ.

Купівля-продаж державних облігацій та активне використання власних депозитних сертифікатів НБУ для мобілізаційних заходів, орієнтовані сьогодні переважно на вирішення проблем фінансування бюджету, а не всієї економіки. Тому для операцій на відкритому ринку мабуть потрібно використовувати не тільки ОВДП, а й облігації, емітовані іншими банками та інститутами для фінансування інвестиційних проєктів із застосуванням усіх інструментів нагляду й контролю, щоб унеможливити нецільове використання коштів, особливо перенаправлення їх на валютний ринок.

Сьогодні, під час повномасштабної війни, реалізація монетарного режиму інфляційного таргетування в Україні призупинена рішенням НБУ, хоча його монетарна політика і сьогодні передбачає гальмування процесів збільшення грошової маси та визначення високих процентних ставок за власними активними і пасивними операціями. Водночас, наявна дохідність за ОВДП та депозитними сертифікатами НБУ не стимулює банківське фінансування реального сектору економіки.

Безумовно, важливе місце у механізмах забезпечення цінової стабільності економіки мають інструменти валютного каналу монетарної політики, особливо управління золотовалютними резервами та валютні інтервенції, проте ці питання ми виокремлюємо та розглядаємо у наступному параграфі роботи.

### **2.3. Специфіка використання валютно-кредитних інструментів у монетарній політиці НБУ**

Валютний канал у трансмісійному механізмі монетарної політики фіксує вплив останньої на реальне виробництво та на рівень цін через зміни обмінного курсу національних грошей. Збільшення грошової маси знижує

рівноважну процентну ставку, а це зменшує попит на національну валюту з боку нерезидентів. Це означає девальвацію національної валюти, а тому і здешевлення вітчизняних товарів порівняно із імпортними, як наслідок – зростає чистий експорт, що сприяє збільшенню сукупного попиту і зростанню ВВП. Якщо відбувається ревальвація, то все набуває зворотної спрямованості, тобто вітчизняні товари стають значно дорожчими порівняно з імпортними, а це веде до зниження сукупного попиту та чистого експорту.

Валютний канал трансмісійного механізму працює шляхом проведення операцій на валютному ринку, за допомогою яких центральний банк теж може регулювати грошову масу в обігу, підтримуючи при цьому стабільність національної валюти. Будучи на валютному ринку покупцем, центральний банк заводить в обіг додатковий обсяг національних грошей, купуючи іноземну валюту, а в ролі продавця іноземної валюти він вилучає кошти в національній валюті з обігу. Разом для здійснення цих операцій та ще й з продуктивним результатом потрібно мати необхідні повноваження та значний розмір валютних резервів [13, с. 53].

Монетарна історія незалежної України свідчить, що девальвація гривні завжди відбувалась на фоні економічних криз та зменшення експорту. Перша значна девальвація гривні відбулась у 1998-1999 роках, внаслідок азійської фінансової кризи, яка потім перекинулась на інші країни, у тому числі і на Україну. Девальвація в кінці 2008 року стала результатом світової фінансової кризи 2008-2009 рр. Наступна суттєва девальвація мала місце на фоні Революції Гідності та початку війни на Донбасі. У всіх цих випадках, кризи приводили до значного падіння експорту товарів, а це знижувало резервні активи НБУ.

У лютому 2015 року НБУ відмовився від здійснення політики фіксованого курсу, яка діяла ще з часів запровадження гривні та перейшов до розбудови режиму плаваючого курсу тобто такого, який визначається на міжбанківському валютному ринку. Спочатку це дійсно спричинило девальваційний шок, проте гривня згодом дійсно зміцнилася.

Загалом за період із 01 січня 2015 р. по той же період 2016 р. офіційний курс національної валюти впав з 1576,86 грн./100 доларів США станом на 01.01.2015 року до 2 400,07 грн./100 доларів США станом на 01.01.2016 року [53].

У 2015-2016 рр. НБУ утримував національну валюту від подальшого знецінення через продаж значних обсягів валюти, що привело до зменшення офіційних золотовалютних резервів, до безпрецедентно низького їх рівня.

Несистемна фіскальна політика, негаразди в енергетичному секторі та значна доларизація боргу створили прихований дефіцит та підвищену вразливість боргу до валютного ризику. Окупація Криму та масштабні воєнні дії на Сході на фоні накопичених дисбалансів вагомо порушили макрофінансову стабільність нашої країни [26].

У 2016 р. Національний банк почав здійснювати операції на міжбанківському валютному ринку в умовах запровадженого режиму інфляційного таргетування. Здійснення суттєвих інтервенцій на міжбанківському валютному ринку України відбувалось заради [26]: накопичення міжнародних резервів; згладжування різких коливань валютного ринку; підтримки застосування процентної ставки як головного інструменту монетарної політики. При цьому, якщо в короткостроковому періоді мета щодо рівня інфляції та завдання по накопиченню валютних резервів суперечать одна одній, то пріоритет залишається за ціновою стабільністю.

У подальші роки практично до початку повномасштабної російсько-української війни Національний банк в умовах режиму гнучкого курсоутворення, аж ніяк не протидіяв коливанням курсових трендів, а, як правило, виходив на ринок із валютними інтервенціями щоб згладжувати значну волатильність ринку під час його розбалансування на основі впливу окремих ситуативних чинників. Додатне сальдо валютних інтервенцій НБУ разом з отриманими траншами офіційного міжнародного фінансування дозволили суттєво збільшити обсяг валютних резервів.

Монетарна статистика НБУ свідчить, що продаж НБУ іноземної валюти був більшим ніж купівля ним валюти у періоди локальних піків девальвації.

Як свідчить далі сайт НБУ до жовтня 2018 року в цілому простежувався від'ємний баланс операцій з готівковою і безготівковою валютою, її більше купувалось ніж продавалось. Від жовтня 2018 року простежувався процес перевищення продажу валюти на готівковому та безготівковому ринках (окрім інтервенцій НБУ) над її купівлею.

При цьому, в цілому прослідковується обернена залежність між процентними ставками та офіційним курсом гривні щодо долара США з 2015 року до початку 2022 року, тобто до початку повномасштабної російської агресії, а це означає природну закономірність: більш висока процентна ставка стимулює попит на активи в національній валюті з боку нерезидентів та також стимулює ревальвацію національних грошей.

Водночас, сама кореляція є несуттєвою, тому лише незначні зміни в офіційному курсі гривні можна пояснити змінами в обліковій ставці.

Хоча, безумовно, залежність між процентною ставкою за новими позиками депозитним корпораціям та офіційним курсом гривні чітко свідчить про обернену залежність між змінними, проте мабуть близько 20% змін у валютному курсі гривні можна аргументувати змінами в міжбанківській кредитній процентній ставці.

Статистика НБУ та мінфіну свідчить про посилення оберненого зв'язку між офіційним курсом гривні та значеннями облікової ставки, тобто, поіншому, підвищення облікової ставки сьогодні мало довгостроковий вплив на ціну долара виражену в гривнях.

Таким чином, дані НБУ за останні роки включно з воєнними свідчать про кореляцію між офіційним курсом гривні та лаговими значеннями облікової ставки. Тобто по суті, динаміка облікової ставки у тривалому періоді впливає на зміну курсу гривні щодо долара. Зростання ключової ставки знижує вартість долара виражену у гривнях і подібні результати мають місце і для міжбанківської кредитної процентної ставки.



Підсумовуючи, зробимо висновок про те, що інтервенції НБУ мабуть суттєво не впливають на валютний курс гривні. Водночас, можна побачити обернений зв'язок між обліковою та міжбанківською кредитними ставками та курсом гривні. Тобто реально вплив монетарної політики на офіційний курс гривні здійснюється через вплив процентних ставок на обмінний курс гривні. Сам канал валютного курсу в сучасних умовах не втрачає своє основне значення в трансмісійному механізмі монетарної політики в Україні.

## **Висновки до розділу 2**

У сучасних умовах необхідно здійснювати цілісний підхід та методичку оцінювання і аналізу цінової стабільності національної економіки в рамках алгоритму, який виокремлює підготовчий, розрахунково-аналітичний та рекомендаційний етапи. Аналітика чинників та ризиків, організації і регламентації процесів забезпечення цінової стабільності економіки та грошової одиниці стимулює пошук та обґрунтування рішень і заходів, які орієнтовані на ліквідацію загроз та підвищення цінової стабільності національної економіки.

Головними показниками, через які здійснюється оцінка цінової стабільності економіки та грошової одиниці, виступають наступні: індекс споживчих цін, індекс цін виробників, базова інфляція, дефлятор ВВП, рівень монетизації ВВП, відношення зовнішнього боргу до ВВП, відношення сальдо поточного рахунку платіжного балансу до ВВП.

Ретроспективний аналіз впродовж 2019-2021 років до початку повномасштабної війни засвідчив поступову тенденцію зниження показників індексу споживчих цін та індексу цін виробників, а також показника базової інфляції. При цьому спостерігалася суттєва різниця між різними ціновими індексами, що обумовлено в першу чергу структурними особливостями вітчизняної економіки. Слабкий приріст індексу споживчих цін супроводжувався при цьому більш високими рівнями індексу цін виробників

промислової продукції, а також індексу-дефлятора ВВП і це вказувало вже на значний потенціал інфляційних процесів та необхідність використання в Україні інструментів антиінфляційної політики у напрямку зміцнення стабільності гривні та в цілому цінової стабільності економіки.

Серед основних проблем монетарної політики в плані забезпечення цінової стабільності національної економіки та грошової одиниці виступають: низький рівень незалежності НБУ; слабе узгодження монетарної політики з фіскальною політикою держави; недостатня прозорість дій, слабкий рівень підзвітності суспільству та ринкам: нерезультативна комунікаційна політика; дисбаланси у політиці рефінансування банків; слабка ефективність наявного монетарного режиму тощо.

У процесі рефінансування НБУ активно застосовує процентний канал впливу на цінову стабільність та стабільність грошової одиниці, при цьому використовують такі інструменти як облікова ставка та ставки за позиками рефінансування, середньозважений рівень яких якраз і відображає вартість капіталу в країні. Проте сьогодні в межах процентного каналу не має належної трансформації сигналів у ціноутворення на фінансові ресурси і це свідчить про відчутний розрив між середньозваженою ставкою рефінансування НБУ та ставками кредитного ринку. Це і сьогодні, в умовах війни є однією з головних причин завищення цін на кредитні ресурси банків, враховуючи динаміку змін у позиках рефінансування, внаслідок значного збільшення кредитного ризику банків та його включенням до ціни кредиту. Взаємозв'язок облікової ставки та інфляції за останні роки підтверджує достатньо слабкий вплив процентної політики НБУ на функціонування банківської системи.

Обов'язкові резервні вимоги, які свідчать про дію грошового каналу через регулювання грошової бази сьогодні виконують лише суто технічну роль у підтримці стабільності банківської системи, що вимагає перегляду механізму реалізації цього інструмента та зростання віддачі від нього у довготерміновому періоді шляхом залучення банками коштів переважно у національній валюті та, головне, збільшення їх строковості.

Через канал рефінансування відбувається вплив на банківську систему, шляхом надання банкам кредитів Центральним банком, а також через зворотні операції по зменшенню надлишкової ліквідності шляхом розміщення депозитних сертифікатів та купівлю державних цінних паперів. Структури рефінансування банків свідчить про зростаючу тенденцію до домінування у ній надкороткотермінових кредитів овернайт, а все це потребує зміщення пріоритетів у кредитних процесах НБУ на задоволення потреб реальної економіки у фінансових ресурсах у рамках зменшення обсягів надходжень ресурсів через валютний канал та збільшення обсягів рефінансування банків, адже це дозволить здійснювати формування пропозиції грошей на основі внутрішніх потреб економіки.

Дія валютного каналу трансмісійного механізму монетарної політики здійснюється через валютні інтервенції шляхом більших обсягів продажу валюти НБУ у періоди локальних піків девальвації, на відміну від періодів ревальвації, коли регулятор здійснює політику викупу надлишкової пропозиції іноземної валюти.

Таким чином, існує суттєвий вплив валютного курсу на цінову стабільність в країні, він спричиняє інфляційні процеси через зростання цін, створює дисбаланси у фінансовій системі України.

### РОЗДІЛ 3.

## ОСНОВНІ НАПРЯМИ, ЗАСОБИ ТА ІНСТРУМЕНТИ ЗДІЙСНЕННЯ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ НБУ В УМОВАХ ПОВНОМАСШТАБНОЇ ВІЙНИ

### **3.1. Розбудова стратегічних підходів до формування та реалізації монетарної політики в Україні в умовах російської агресії**

Монетарна політика суттєво важлива для кожної країни, адже через регулювання грошової маси в обігу вона орієнтована на забезпечення продуктивного функціонування економіки, а її головними цілями є цінова стабільність економіки, стабільність обмінного курсу, зростання економіки, забезпечення зайнятості, позитивне сальдо платіжного балансу, зростання добробуту населення тощо.

Сьогодні в Україні, в умовах повномасштабної війни, виникає необхідність у перегляді визначальних характеристик монетарної політики, її орієнтирів у напрямі забезпечення цінової стабільності національної економіки, адже відповідно до Конституції України визначальна функція НБУ полягає у забезпеченні стабільності грошової одиниці України, а згідно статті 6 Закону України «Про Національний банк України», під час виконання своєї головної функції НБУ повинен виходити із пріоритетності досягнення та підтримки цінової стабільності в країні.

Але, водночас, монетарна політика має бути прогнозованою, послідовною та спрямованою на стабілізацію інфляційних очікувань, а отже, формувати передумови для тривалого у часі економічного зростання. Маючи на увазі значення і роль монетарної політики, теорія і практика визначають стратегічні орієнтири політики в Україні, які змістовно розкривають стратегію розбудови цієї (монетарної) політики у сучасних умовах в Україні (див. рис. 3.1.).



Рис. 3.1. Стратегія розбудови монетарної політики в Україні

*Джерело:* розроблено автором на основі [17, 40, 67]

В умовах війни Національний Банк України публічно оголосив про відхід від режиму інфляційного таргетування. Сьогодні офіційно заявлених стратегічних цілей соціально-економічного розвитку України в монетарній політиці немає, а тому ЦБ України обмежується оголошенням кількісних параметрів з інфляції та бажань центрального банку досягати цих цілей протягом певного періоду.

Довоєнний монетарний режим інфляційного таргетування в рамках монетарної політики здійснювався згідно з такими базовими принципами:

- першочерговість досягнення та підтримки цінової стабільності в країні;
- вибір чіткого номінального «якоря» монетарної політики як проміжної мети центрального банку;
- перспективно-прогнозний характер прийняття рішень з монетарної політики;
- створення умов для інституційної, фінансової та операційної незалежності ЦБ для ефективного виконання його функцій;
- відкритість та зрозумілість програм, які реалізуються в рамках монетарної політики, їх обґрунтованість;
- пріоритетність економічних заходів впливу над адміністративними;
- комплементарність зв'язків, тобто коли інститути існують у відносинах, а необхідний результат досягається шляхом взаємопов'язаних змін у різних інструментах.

Незмінність проголошення інфляційної цілі сприяє як стабілізації очікувань, так і підвищенню прозорості дій Національного банку, а це дозволяє більш коректно включати інфляційні ризики у структуру процентних ставок та їх стабілізацію на низькому рівні. Прогнозованість інфляції, зменшення її зниження її волатильності стимулюють розвиток фінансового ринку та, безумовно, збільшують можливості кредитного фінансування інвестицій.

Сьогодні інфляція та цінова стабільність економіки визначаються впливом військових чинників, які знаходяться поза впливом монетарної політики Національного банку України.

Головними критеріями успішності монетарної політики у передвоєнні часи була так звана «заякореність» інфляційних очікувань на визначеному цільовому показнику інфляції та відповідність реальної інфляції її цільовим значенням у середньостроковій перспективі.

Після фіксації обмінного курсу на початку російсько-української війни НБУ задля забезпечення цінової стабільності восени 2023 року повернувся до режиму гнучкого керованого плаваючого обмінного курсу тому, що валютний канал на сьогодні виступає найпотужнішим у трансмісійному механізмі. Більше того за фіксованого курсу і значного надходження допомоги з-за кордону центральний банк не може застосувати такий інструмент, як процентна ставка, а по-суті здійснювати незалежну монетарну політику. Політика фіксованої прив'язки сформувала умови, коли очікування громадськості стають чутливими до коливань обмінного курсу, що обмежує використання обмінного курсу як своєрідного буфера від зовнішніх шоків.

Валютні інтервенції НБУ були у довоєнні часи доповненням до режиму інфляційного таргетування, тому вони на середньострокову перспективу допомагали НБУ з досягати цінової стабільності. Такі інтервенції виконували допоміжну роль щодо головного інструменту політики – процентної ставки, тобто НБУ не протидіяв головним тенденціям на валютному ринку, які обумовлювались власне ринковими чинниками. Він лише згладжував тимчасові ефекти, які ці тенденції мали на ринок. А сьогодні інтервенції НБУ створюють гнучке курсоутворення щоб зміни валютного курсу стимулювали зростання цінової стабільності.

Безпосередньо з початку війни НБУ зафіксував обмінний курс, призупинив на певний час роботу валютного ринку та запровадив цілий ряд обмежень на рух капіталу. ЦБ України зумів забезпечити стабільну роботу банків та, особливо платіжної системи країни без запровадження обмежень на безготівкові розрахунки, ліквідність банків підтримали за рахунок надання безумовного (бланкового) рефінансування. Рішення по обліковій ставці, яка була центральним елементом режиму прямого таргетування було відкладено, а для фінансування критичних видатків уряду НБУ закупив військові облігації на первинному ринку. Тобто на початку повномасштабного вторгнення дії НБУ повністю визначались потребами країни у війні. Проте вже влітку 2022 року НБУ усвідомив, що наявна в країні поведінка бізнесу та населення

вимагає застосування ринкових інструментів управління фінансовою системою та різко підвищив облікову ставку, хоча це і не дуже вплинуло на інфляцію та девальвацію, а тому НБУ вирішив відкоригувати офіційний обмінний курсу.

При цьому зростання облікової ставки реально заблокувало шляхи для уряду залучати кошти на внутрішньому ринку, а тому і стимулювало емісійне фінансування бюджету. Більш жорстка процентна політика НБУ створила умови для суттєвого зростання ставок за військовими облігаціями, проте не відчула реакції з боку ставок за депозитами, які були істотно підвищені лише після суттєвого зростання нормативів обов'язкового резервування у січні 2023 року.

Водночас, МВФ у комунікаціях з центробанками країн світу ставить боротьбу з інфляцією над усіма іншими макроцілями тобто економічним зростанням, зайнятістю, борговою стійкістю, а також широко пропагував підпорядкування фіскальної політики монетарній. Рекомендації МВФ для України були зафіксовані в Меморандумах про економічну та фінансову політику в рамках реалізації Моніторингової програми із залученням Ради директорів (РМВ), а в подальшому, в Механізмі розширеного фінансування (EFF). Щодо монетарної політики, то рекомендації МВФ Україні як завжди в цілому відповідають так званим «універсальним» порадам, які акцентуються на зменшенні інфляції шляхом високих процентних ставок. Виняток в Україні було зроблено задля обмінного курсу, але його фіксація в Україні розглядається як екстраординарний в умовах війни засіб забезпечення цінової та фінансової стабільності. Отже, МВФ схвалив більшість заходів, вжитих НБУ від початку повномасштабної війни, а по суті і новий дизайн монетарної політики.

Війна РФ проти України надала фахівцям багато додаткових аргументів на користь політики стратегічної цінової стабільності, коли, наприклад в кінці 2022 року Дж. Стігліц доводив, щоб для перемогти росію країнам Заходу необхідно не тільки надавати додаткову допомогу Україні, але й суттєво



скорегувати власну економічну політику, навіть із запровадженням контролю за цінами на енергоносії і продовольство. Фахові публікації у світі відомих авторів аналізували діяльність ЦБ Англії, США, Канади, Австралії під час другої світової війни [22].

Український дослідник О. Шаров, виходячи з аналізу монетарної політики під час війни в різних країнах та у різні часи, зробив однозначний висновок про те, що немає певного загальноприйнятого стандарту, на основі якого розроблялась би власна придатна для конкретної ситуації монетарна політика, яка б ще й до того враховувала досвід інших країн [72]. Монетарна політика НБУ під час повномасштабної війни РФ проти України з одного боку має відповідати вимогам війни, а з іншого – поточним тенденціям монетарного регулювання у світі, враховуючи постійно специфіку нашої країни.

На початку 2022 року НБУ публічно запевняв, що ситуація на валютному ринку є контрольованою і він підтримуватиме режим плаваючого обмінного курсу. Але вже 24 лютого, у відповідь на збройну агресію, Правління Нацбанку прийняло Постанову № 18 «Про роботу банківської системи в період запровадження воєнного стану» [61]. Цією постановою втілено низку екстраординарних заходів, серед яких: фіксація офіційного курсу на 24.02.2022 р. (29,25 грн/дол.); призупинення роботи валютного ринку (окрім операцій по продажу іноземної валюти клієнтами банків); втілення мораторію на здійснення транскордонних валютних платежів (окрім окремих випадків); заборона на видачу готівкових коштів з рахунків клієнтів в іноземній валюті і тому подібне.

Потім НБУ почав послаблювати валютні обмеження: дозволив частково роботу валютного ринку, повернув видачу готівки з рахунків клієнтів у іноземній валюті, дав можливість банкам продавати готівкову іноземну валюту населенню, хоча при цьому було встановлено ліміт на зняття валюти за кордоном з гривневих рахунків. Щоб перешкодити виведенню капіталу за кордон, наш ЦБ скоротив граничні терміни розрахунків за експортно-імпортними операціями з 365 до 90 календарних днів, щоб у подальшому

подовжити їх до 180 днів. Важливим було також скорочення лімітів відкритої як довгої, так і короткої валютної позиції банків.

Таким чином, на початковому етапі війни НБУ зумів запобігти паніці та забезпечив відносну курсову стабільність. Але вже у травні 2022 року ситуація на валютному ринку суттєво погіршилась після заяви Голови НБУ про перспективу повернення до плаваючого курсу, курс стрибнув за лічені дні до 37-38 грн/дол., а потім скасування з 21 травня обмежень на формування готівкового курсу банками обумовило його наближення до курсу чорного ринку. І хоча керівництво НБУ постійно наголошувало про незмінність офіційного курсу до кінця війни та підвищення облікової ставки до 25 %, яке подавалось населенню і ринкам як засіб підтримання курсової стабільності, 21 липня 2022 року НБУ оголосив про зміну офіційного курсу гривні на 25 % до 36,57 грн/дол. У реаліях наш Центробанк підвищив офіційний курс до рівня курсу готівкового ринку, що і привело до чергового девальваційного «вибуху» на готівковому ринку. Зазнавши за ці дії значної критики, НБУ все ж вдалося на певний час стимулювати експортерів до продажу валюти та зменшити витрачання міжнародних резервів, а курс готівкового ринку весною 2023 року швидко наблизився до офіційного, інакше кажучи до рівня, на якому знаходився до корегування.

Після цього НБУ дозволив купівлю безготівкової валюти за офіційним курсом для розміщення на строковий депозит у банку та обов'язковий зворотній продаж валюти після закінчення строку депозиту за офіційним курсом у день здійснення зворотної операції. Водночас головним інструментом утримання фіксованого курсу стали інтервенції НБУ на валютному ринку. Згідно даним на сайті НБУ у 2022 році обсяги продажу валюти зросли порівняно з попереднім роком у 22 рази і склали 28, 35 млрд. дол., а від'ємне сальдо інтервенцій сягнуло приблизно 25 млрд. дол., що стало найвищим річним показником за всю історію незалежної України. За січень-червень 2023 року чистий продаж валюти становив 12, 28 млрд. дол. Зрозуміло, що здійснення інтервенцій НБУ з продажу валюти стало можливим

за рахунок зовнішніх надходжень, які у 2022 році становили в еквіваленті 32,1 млрд дол., а в I півріччі 2023 року – 22,7 млрд дол. [68]. Як результат, обсяг міжнародних резервів, зменшившись за 2022 рік з 30,9 до 28,5 млрд дол., протягом січня-червня травня 2023 року зріс до 39,3 млрд дол., що є найвищим значенням за останніх 12 років і забезпечує фінансування п'яти місяців імпорту [22].

Таким чином, перехід НБУ до режиму фіксованого курсу в перший день російсько-української війни був необхідним і безальтернативним, але підтримання цього режиму було б неможливим без грандіозної фінансової підтримки з боку іноземних партнерів. Хоча, як свідчать фахівці, НБУ припустився кількох провалів у комунікаційній політиці, наприклад, коли визначав перспективи повернення до плаваючого курсу, бо якраз це і призвело до необхідності більшої корекції фіксованого обмінного курсу.

Що стосується процентного каналу то черговий цикл підвищення облікової ставки НБУ розпочав ще у березні 2021 року, ставши, як відомо, одним з перших центральних банків у Європі та у всьому світі, який зреагував на «постковідне» прискорення інфляції. У 2021 році облікову ставку підвищували з 6% до 9%, а в січні 2022 року НБУ збільшив ставку до 10 % і був готовий до її подальшого зростання. Але уже на початку війни український регулятор офіційно показав, що через впровадження адміністративних обмежень ринкові монетарні інструменти, зокрема облікова ставка, перестали відігравати відчутну роль, тобто фактично, режим інфляційного таргетування було призупинено.

Така позиція НБУ почала корегуватись зі зростанням обсягів монетизації дефіциту бюджету. Уже наприкінці травня Голова НБУ оголосив, що реальна економічна логіка починає приходити на зміну психологічним шокам початку війни та домінування благодійних мотивів, тобто бізнес хоче максимізувати прибуток, а громадяни також орієнтуються на зростання доходів та захист своїх заощаджень [75]. Саме тому 2 червня НБУ оголосив про підвищення облікової ставки з 10 до 25 % з метою захисту гривневих

доходів та заощаджень населення, більшої привабливості гривневих активів, зменшення тиску на валютному ринку і в результаті нових можливостей Національного банку забезпечувати курсову стабільність та неухильно стримувати інфляційні процеси під час війни.

При цьому НБУ також збільшив диференціацію ставок овернайт з +/- 1 в. п. до +/- 2 в. п. від облікової ставки, отже ставку за позиками овернайт було підвищено з 11 до 27 %, а ставку за депозитними сертифікатами – з 9 до 23 %. Маючи високодохідну та безризикову альтернативу у вигляді депозитних сертифікатів, банки перестали цікавитись таким інструментом як військові облігації, за статистикою у травні 2022 р. обсяг гривневих ОВДП на ринку становив 27,2 млрд грн, то у червні впав до 8,8 млрд грн, а у вересні – до 0,9 млрд грн. Саме тому Мінфін був змушений підвищити дохідність ОВДП: середньозважена ставка за, якими виросла з 10,3 % у травні 2022 року до 19,3 % у травні 2023 року [22].

Результатом збільшення облікової ставки також став перегляд умов, на яких НБУ купував військові облігації: якщо у березні – травні місяцях 2022 року ставка була фіксованою на рівні 11 %, то у червні уряд підняв дохідність військових облігацій до середнього значення облікової ставки за річний період [60]. А тому, дохідність ОВДП, які купував НБУ, у червні сягнула 23,6 %, у липні – 24,9 %, у серпні-грудні – 25 % (враховуючи незмінність облікової ставки до листопада 2023 року) [54]. Трансмисія підвищення облікової ставки по впливу на депозитні ставки тривалий час була слабкою: причина абсолютна очевидна – профіцит ліквідності банківської системи, який значно зріс під час війни через фінансування дефіциту держбюджету, суттєво знижував мотивацію банків до формування ресурсів на депозитах. А стимул для збільшення банками ставок за строковими депозитами з'явився тільки у 2023 році, після збільшення НБУ нормативів мінімального резервування та зміни режиму монетарної політики. Середньозважена ставка за строковими депозитами населення у гривні, після зниження навесні 2022 року до 6,4 %, за наступний рік виросла до 13,8 %, ставка за гривневими депозитами бізнесу за

той самий період зроста з 4,5 до 13,6 %, а по суті їх середній рівень все одно залишався вдвічі нижчим облікової ставки [54].

Ставки за позиками продемонстрували значно швидшу реакцію на зміну ключової ставки, ніж ставки за депозитами. Наприклад, ставка за гривневими кредитами бізнесовим структурам виросла з 13,9 % у травні 2022 року до 18,4 % у червні цього ж року, після чого продовжувала зростати до 20,1 % на кінець року і фактично стабілізувалася на цьому рівні коли у травні 2023 року становила 20,4 %) [54].

Значне різноманіття ставок за кредитами населенню протягом 2022 року визначалась дією кредитних канікул, у межах яких банки суттєво знижували ставку, але з осені 2022 р. відновили стандартні умови. Як результат, середньозважена ставка за кредитами населенню в гривні у травні 2023 року досягла 36 % [54]. Зрозуміло, що слабка кредитна активність у 2022 році була наслідком посилення для банків всіх видів ризику під час повномасштабної війни. Саме тому, підтримка кредитування шляхом реалізації державних програм стала, по суті єдиною життєздатною альтернативою. Без зміни процентної політики НБУ кредитування економіки є обмеженим та вимагає значних витрат коштів з бюджету, а це буде значно ускладнювати майбутнє відновлення економіки.

Таким чином, піднявши облікову ставку, НБУ не створив умов щоб запобігти девальвації та інфляції, фактори яких перебувають аж ніяк не в сфері грошового обігу, проте значно ускладнив пошук коштів для фінансування дефіциту бюджету, привів до значного збільшення витрат на обслуговування державного боргу і суттєво збільшив свої витрати на проведення операції з мобілізації коштів. Обсяги розміщення облігацій внутрішньої державної позики більш-менш відновились тільки після того як було дозволено зараховувати певні серії цих облігацій (бенчмарк-ОВДП) у покриття раніше підвищених обов'язкових резервів. У кінці квітня 2023 року ставку за депозитними сертифікатами овернайт регулятор зменшив з 23 до 20 відсотків річних, при цьому були виведені на ринок депозитні тримісячні сертифікати

під облікову ставку тобто 25 %, що «підганяло» банки до залучення депозитів на строк понад три місяці, але ж не зменшило витрати НБУ за депозитними сертифікатами.

Щоб підтримати ліквідність банків після початку війни НБУ запровадив інструмент бланкового (незабезпеченого) рефінансування, перестав розміщувати депозитні сертифікатів строком на 14 днів, а також не став збільшувати нормативи обов'язкового резервування. Рефінансування користувалося попитом на початковому етапі війни, проте банки почали швидко повертати кошти НБУ. Залишки за позиками рефінансування сягнули свого максимуму на початку березня 2022 року (160,6 млрд. грн.), а потім почали стрімко зменшуватись і на кінець червня місяця 2023 року становили тільки 5,5 млрд. грн., що в цілому справило суттєвий стерилізаційний ефект. У найбільшій мірі на ліквідність банків вплинуло витрачання коштів Держказначейством в умовах безпрецедентного дефіциту бюджету.

Річні темпи інфляції після початку війни різко прискорились і досягнули максимуму 26,6 % у останньому кварталі 2022 року. Головні причини такого росту цін були пов'язані з прямими та опосередкованими втратами від війни: руйнація виробничих потужностей, знищення інфраструктури, розбалансування логістики, зростання виробничих витрат, девальвація гривні тощо.

Водночас, істотний дезінфляційний вплив створили окремі адміністративні чинники як-то: зниження податків, мораторій на збільшення тарифів на житлово-комунальні послуги та значне зниження споживчого попиту через міграцію значної кількості населення країни за кордон, зростання безробіття та падіння доходів. Важливим доказом пригніченості попиту виступає той факт, що інфляційні очікування населення з початку повномасштабної війни є суттєво нижчими від очікувань інших суб'єктів ринку – підприємств, банків та аналітиків. І це вже само по собі аномальне явище, і ці очікування не піднімались вище 15,9 %. Наприклад, у травні 2023 року очікування фізичних осіб на наступні 12 місяців становили 11,2 %. Якраз

такі немонетарні чинники привели до стрімкого зниження темпів інфляції у січні-червні 2023 року до 15,3 %.

Така специфіка нинішньої інфляції в Україні робить недієвою боротьбу з нею засобами монетарної політики, тому що цінова стабільність порушується не через надмірний попит, а під тиском витрат. Більше того, саме високі ставки пригнічують пропозицію через зростання вартості ресурсів для виробників, а тому стимулюють інфляцію. Тому в сучасних українських умовах інфляцію необхідно гальмувати за допомогою комплексної цінової політики, яка повинна бути спрямована на збільшення пропозиції при задіянні усіх зацікавлених органів влади. А Національний Банк України в межах монетарної політики має зосереджувати зусилля на тих процесах, на які він має прямий вплив: забезпечення стабільності валютного курсу та доступності фінансових ресурсів для виробників.

### **3.2. Ефективність використання інструментів монетарної політики НБУ для стабільного функціонування банківської системи та фінансових ринків в умовах війни**

В умовах агресії РФ проти України першочерговими завданнями НБУ та усієї фінансової системи стало максимальне забезпечення потреб оборони України та надійного і безпечного функціонування фінансових ринків, якісної та безперебійної роботи банківської і платіжної систем. Тому особливо актуальним стає аналіз найбільш суттєвих взаємопов'язаних аспектів функціонування Центрального банку нашої країни, на яких він акцентував увагу на першому етапі війни та приділяє їй зараз, а ще зрозуміти особливості функціонування банківського сектору України і фінансових ринків в умовах повномасштабної війни, проаналізувати різні ресурсні надходження, розміри та шляхи використання коштів фінансової підтримки, яка надана країнами-партнерами та Міжнародним валютним фондом. Функціонування платіжної

системи не зазнало змін, не зважаючи на військові дії на території України, адже НБУ не запровадив жодних обмежень на безготівкові платежі, а система електронних платежів працювала без перешкод, навіть розрахунки через POS-термінали у торгових мережах. Усі комерційні банки України були підключені до СЕП та здійснювали розрахунки клієнтів у штатному режимі без перешкод.

Національний банк України після початку війни здійснив перерахування частини прибутку до розподілу в сумі майже 19 млрд грн. до Державного бюджету України для фінансування сфери публічних фінансів держави в умовах воєнного стану. Також, на початку війни Національний банк України відкрив окремий рахунок, щоб акумулювати кошти на потреби армії та вже станом на 4 квітня 2022 р. перерахував на потреби ЗСУ 14,4 млрд грн. Цей рахунок функціонує дотепер і кошти на потреби армії продовжують перераховуватися [22].

Крім того, НБУ забезпечує ліквідність банківської системи через механізм рефінансування, і це дає можливість утримувати фінансову стабільність. Обсяги такої підтримки коливались в межах 55-60 млрд грн на місяць у перші дев'ять місяців з початку війни. Внаслідок цього банки пом'якшили умови для своїх клієнтів-резидентів України. Банки заявили про «кредитні канікули», наприклад, пролонгували повернення кредитів, скасували штрафи за прострочку та здійснили деякі інші пом'якшення. Відтоку коштів із банківської системи не відбулося, а в кінці 2022 року динаміка до зростання депозитів відновилася, хоча, безумовно, змінилася структура депозитів де домінували більш короткострокові та поточні.

Також НБУ запровадив ряд постанов, спрямованих виключно на забезпечення стабільності банківської та фінансової систем. Ці постанови зробили більш м'якими нормативи банківського нагляду та спрощували взагалі процедури функціонування банків і небанківських установ в умовах військових дій. Що стосується зміни каркасу монетарної політики в умовах війни, то Національний банк України запровадив адміністративні обмеження, в першу чергу, на валютному ринку. В умовах, коли відбувалась руйнація



економіки, а невизначеності та фінансові ризики постійно зростали, ринкові інструменти монетарної політики, зокрема облікова ставка, не в змозі були відігравати суттєвої ролі у функціонуванні грошового, кредитного та валютного ринків. Звідси, фіксація Національним банком України обмінного валютного курсу, спочатку дала можливість зменшити невизначеності для населення та утримувати девальваційні очікування під контролем, а потім курс вже став певним стабілізатором цін або «номінальним якорем» для всієї національної економіки, і не давав занадто розкручуватися інфляції, яка, зрозуміло могла дестабілізувати макроекономічну ситуацію.

Щоб підтримувати Збройні сили України, оборонні і соціальні видатки державного бюджету під час воєнних дій, Верховна Рада України припинила дію тих норм закону, які забороняли НБУ безпосередньо підтримувати держ бюджет та окремі підприємства (тобто купувати їхні ЦП на первинному ринку). За новою редакцією цього закону, як доцільність так і обсяги такого роду операцій стали регулюватись окремими рішеннями НБУ на основі балансу між контролем інфляції та потребами бюджетних видатків України та з урахуванням спроможностей наповнення державного бюджету з інших джерел, серед яких домінують зовнішні. НБУ у цих умовах мав би зберігати максимальну прозорість у комунікаціях з бізнесом та ринками для мінімізації загроз фіскального домінування й зниження довіри до національних грошей. Хоча після нашої перемоги та початку відновлення вітчизняної економіки мабуть важливо буде знову повернутися до режиму інфляційного таргетування та звичайних умов діяльності інститутів фінансової системи України, хоча це питання залишається неоднозначним [58].

Після початку повномасштабних воєнних дій на території України НБУ втілює у життя обмеження на валютному ринку саме для забезпечення стабільності національної фінансової системи, її надійного та безперервного функціонування. Після фіксації офіційного курсу було запроваджено, як ми уже зазначали раніше, цілий ряд тимчасових валютних обмежень. Регулятор також заборонив більшість транскордонних валютних платежів, але дозволив

отримання готівки з використанням платіжних карток за кордоном – з певними обмеженнями. На кінець 2022 року міжнародні резерви України становили 28,5 млрд дол. США. [57].

Такі значні суми резервів було створено у першу чергу завдяки міжнародним надходженням від наших партнерів. «Тоді це було 88% від композитного показника МВФ для необхідного рівня міжнародних резервів країн-членів МВФ, тобто це абсолютно достатньо для виконання зобов'язань України та поточних операцій уряду й Національного банку» [57]. Фінансова підтримка міжнародних фінансових організацій та країн-партнерів величезна. За півтора років війни Україна отримала безпрецедентну світову фінансову підтримку, яка складає біля 50 млрд дол. США. Найбільше допомоги надають Сполучені Штати Америки, Європейський Союз, Канада, МВФ та інші партнери. Крім того наша країна отримала значні кошти завдяки розміщенню валютних ОВДП. Усі ці кошти дали можливість профінансувати дефіцит державного бюджету, а ще компенсувати суттєву частку валютних інтервенцій НБУ (25 млрд. дол. США), щоб урівноважити валютний ринок та, відповідно, підтримку фіксованого курсу валюти. Це навіть дало можливість під час війни дотримуватися графіку обслуговування та погашення державного боргу України в іноземній валюті [58].

Сьогодні НБУ, безумовно, підтримує тісну взаємодію з урядом, щоб залучати необхідне фінансування. Міжнародні структури та країни-партнери взяли подальші зобов'язання з виділення значних обсягів фінансування, тобто допомагати монетарній політиці НБУ працювати на зміцнення обороноздатності, значну підтримку економіки України та вирішення гуманітарних питань. Найбільші фінансові партнери України – США та Євросоюз мають офіційно затвержені відповідні видатки у власних бюджетах. Надзвичайно важливим в цих складних умовах було продовження співробітництва з Міжнародним валютним фондом, його пряма фінансова підтримка та взагалі інша фінансова допомога, яка як правило, доповнює діючі програми МВФ.

Уже у квітні 2022 році Міжнародний валютний фонд уже прийняв для України RFI (Rapid Financial Instrument) у розмірі 1,4 млрд дол. США як кошторис вкрай бажаних витрат та пом'якшення негативного фінансового шоку, викликаного війною. Разом з RFI від МВФ Світовий банк також надав Україні фінансування у розмірі 700 млн дол. США. Восени 2022 року Рада директорів Міжнародного валютного фонду прийняла ще одну, другу за рік програму фінансової допомоги – EFS. В цілому така фінансова допомога від МВФ у 2022 році на забезпечення фінансово стабільності склала 2,7 млрд дол. США, а Світовий банк за цей рік профінансував нашу державу з початку війни на один млрд дол. США [58].

Надзвичайно суттєвим для виконання всіх основних фінансових функцій держави та збереження макроекономічної стабільності стало створення спеціальної моніторингової програми під егідою Ради директорів МВФ, яка формує стабільну основу для макроекономічної політики та має стимулювати подальшу донорську підтримку. Ця моніторингова програма фактично розпочала широку фінансову програму МВФ на 2023 рік та найближче майбутнє. Зокрема вона націлена також на запровадження заходів щодо зростання податкових надходжень та розвиток національного ринку облігацій, блокування емісійного фінансування дефіциту державного бюджету Центральним банком, формування умов довгострокової фінансової стабільності та поліпшення управління та прозорості.

А щодо монетарної та курсової політики, то НБУ буде посилювати управління ліквідністю та тримати збалансованість на валютному ринку щоб утримувати стабільний обмінний курс та контроль інфляції, а також формувати достатній рівень міжнародних резервів. Щоб не втратити контроль за фінансовим сектором НБУ продовжує здійснювати цільову діагностику банків задля попередження накопичення поганих активів, для мінімізації кредитних ризиків та відповідної рекапіталізації. Зрозуміло також, що важливим чинником підтримки України та внеском у руйнацію правлячого режиму росії є зростання комплексу санкцій з боку країн-партнерів,

міжнародних фінансових організацій та всіх країн світу, які солідарні з українським народом у його боротьбі проти російської агресії.

Близько 8 млн українців перетнули кордон та знайшли тимчасовий притулок за межами України. Ще близько 6.5 млн переїхали у більш безпечні регіони Центральної та Західної України. Щоб підтримувати наших співвітчизників в Україні та за кордоном НБУ здійснив необхідні регулятивні зміни у валютному законодавстві та власній нормативній базі. По-перше, він втілює практику продажу валюти за гривню центральним банкам тих країн, де знаходяться українські біженці, щоб банківські установи цих країн могли здійснювати валютообмінні операції з гривнею, а ще щоб запобігати грошовим втратам біженців від обмінних операцій. Граничну суму на щоденне зняття готівки в Україні з рахунків в іноземній валюті спочатку було збільшено з 30 тисяч грн до 100, а за кордоном отримання валюти з гривневих рахунків було обмежено сумою у 100 тис. грн на місяць, що протидіяло надмірному впливу валюти. Національний банк України дозволив також без обмежень здійснювати трансакції коштів для оплати навчання за кордоном, дав змогу клієнтам на деокупованих та прикордонних територіях знімати готівкову національну та іноземну валюту з власних рахунків без обмежень та ідентифікувати військових за військовим квитком. НБУ також здійснив цілий ряд заходів, які спрощують та прискорюють розрахунки в гривні та іноземній валюті.

З початку воєнної агресії Національний банк України, забезпечуючи фінансову стабільність ввів фіксований обмінний курс гривні а в червні 2022 р. підняв підвищив облікову ставку з 10% до 25%. Було реалізовано також ряд заходів по протидії впливу капіталу. Пізніше, обмінний курс був ще раз скоригований та зафіксований на рівні 36,6 грн за один долар США. Все це дало можливість стабілізувати ринковий курс, призупинило відток депозитів із банківського сектору та припинило зростання попиту на іноземну валюту. Проте, водночас, високі ставки зробили кредити для бізнесу більш дорогими. При цьому, уряд не підняв ставки по ОВДП до ринкового рівня. Відсутність

координації в процентній політиці Національного банку України та Кабінету Міністрів призвела до того, що по суті єдиним внутрішнім кредитором став Центробанк держави, який вимушений був емітувати значні кошти на фінансування дефіциту державного бюджету.

На думку фахівців аргументи уряду в плані збільшення вартості обслуговування держборгу при високих ставках є менш суттєвими щодо майбутніх ризиків, ніж пряма емісія Центробанку на фінансування бюджетного дефіциту. Йде війна, отже кожне рішення вже несе в собі не тільки позитивні наслідки, але, як правило, має й певні негативні результати. Тому в поточній політиці треба чітко визначати пріоритети та зменшувати всі ризики при реалізації як монетарної, так і фіскальної політики.

У сучасних екстремальних умовах неправильні рішення можуть руйнувати фінансову рівновагу та привести до втрати керованості фінансовим сектором. Отже, при прийнятті НБУ рішення по суттєвому підвищенню ставки ризик фінансової дестабілізації визначався з позиції регулятора, як більш загрозовий для економіки, ніж падіння обсягів кредитування, яке і так було не дуже активним навіть в періоди низьких ставок. До того ж зрозуміло, що головними кредитними ризиками виступають ризики війни, а не високі ставки.

У сучасних умовах, коли Національний банк України відмовився від монетарного режиму інфляційного таргетування, головну роль знов почав грати обмінний курс, фіксація якого дала можливість встановити новий так званий номінальний якір для української економіки, створити фундамент для інфляційних та девальваційних очікувань та надати фінансові орієнтири для домогосподарств і бізнесу. Зрозуміло, це скоріше тимчасовий захід, адже тривала підтримка фіксованого курсу при значній різниці внутрішньої та зовнішньої інфляції руйнуватиме цінову конкурентоспроможність економіки на тривалий період та буде виснажувати міжнародні валютні резерви.

Щодо поточної курсової політики у 2023 році, яку проводить Національний банк України, то восени цього року він надав обмінному курсу певної гнучкості перейшовши до валютного режиму керованого плавання.

Дискусія з цього приводу в Україні серед науковців, фахівців-банкiрів та експертної спiльної свiдчить про те, що дане рiшення вiтчизняного Центробанку виглядає певною мiрою сумнiвним, хоча би маючи на увазi наступне:

- а) реальний валютний ринок, саме як ринок практично вiдсутній в Україні. Переважна бiльшiсть валютних трансакцiй змiстовно є неринковими. А звiдси надiятись на реальний рiвень рiвноважного курсу на основi попиту та пропозицiї дуже сумнiвно. А гнучкiсть курсу аж нiяк не допоможе цiновiй конкурентоспроможностi, беручи до уваги суттєве поточне скорочення випуску, а також енергетичнi та логiстичнi обмеження;
- б) перевiд обмiнного курсу у режим плавання, хай навіть з певними обмеженнями, безумовно, приведе до втрати цього номiнального якоря для бiзнесу та громадян, суттєво ускладнить курсовi та iнфляцiйнi очiкування, а отже збiльшить ризик швидкої фiнансової дестабiлiзацiї;
- в) прихильники бiльш гнучкого курсу наголошують, що фiксований курс спотворює валютний ринок та стимулює розвиток тiньового ринку. Але ж i при гнучкому курсi, валютний контроль та потрiбнi в умовах вiйни обмеження на рух капiталу все одно будуть викривляти ринок, тобто гнучкiсть курсу не дасть потрiбного ефекту на звуження тiньового валютного ринку;
- г) головним аргументом за користь фiксованого курсу є те, що вiн сьогоднi залишається єдиним номiнальним якорем, базовою прив'язкою для бiзнесу та економiки в цiлому, тобто допомагає виживати мiльйонам спiввiтчизнянкiв в Україні та за кордоном, тому що дозволяє зберiгати купiвельну спроможность iх доходiв та заощаджень.

Дiючи процентна полiтика НБУ може допомагати, у першу чергу, збереженню курсової та фiнансової стабiльностi, адже ризики вiйни i так блокують кредитний канал трансмiсiйного механiзму. Зрозумiло, що така ситуацiя не є ефективною у тривалiй перспективi. Коли вiдбудеться покращення безпекової та макроекономiчної ситуацiї в країнi НБУ обов'язково почне застосовувати ринковi важелi впливу на економiку, фiнанси

та ціни. А гнучкий режим виявиться більш ефективним під час реконструкції та відбудови післявоєнної економіки. В процесі зниження інфляційного тиску, НБУ може піти на зниження ставки для підтримки економічної активності та повернутися до більш активної процентної політики. Проте, саме зараз, в умовах війни та суттєвих невизначеностей, збереження курсу номінального якоря виступає гарантом фінансової стабільності та нормального функціонування фінансової системи України.

### **Висновки до третього розділу**

На початку повномасштабної війни НБУ зумів забезпечити макрофінансову стабільність, ядром якої, її основним елементом стала фіксація та підтримання обмінного курсу. Перехід НБУ до режиму фіксованого курсу став абсолютно виправданим і безальтернативним, хоча необхідно наголосити, що застосування такого режиму було б неможливим без значної за розмірами фінансових впливань з боку іноземних партнерів. Більш швидка інфляція у 2022 році до 26,6 % не виглядала критичною ні з точки зору перспектив, ні в плані масштабу проблем, з якими зіткнулася Україна, через повномасштабну агресію Росії. Головними чинниками інфляції стали численні шоки пропозиції, прямо визначені з війною: фізичне знищення реального виробництва, інфраструктури, руйнація логістичних ланцюжків тощо. Суттєвий вплив на інфляцію здійснила девальвація гривні, яка мала наслідком подорожчання імпорту.

Монетарна політика НБУ в умовах повномасштабної війни в цілому відповідає панівній парадигмі боротьби з інфляцією шляхом зростання ставок, яка всіяко підтримується МВФ. Хоча навіть враховуючи це її можна все таки вважати достатньо жорсткою, яка, безумовно, неналежним чином враховувала потреби держави у фінансуванні воєнних видатків. Піднявши облікову ставку до 25 %, НБУ все таки не стримав девальвацію та інфляцію, чинники яких

перебувають в немонетарній площині, проте значно ускладнив пошук коштів для фінансування дефіциту бюджету, посприяв збільшенню видатків на обслуговування держборгу та суттєво збільшив власні видатки за своїми депозитними сертифікатами. Різке зростання розмірів ліквідності банків (і це під час повномасштабної війни), було обумовлене специфікою фінансування дефіциту бюджету, суттєво підсиливши негативні наслідки політики високих процентних ставок.

В сучасній Україні склалась не дуже зрозуміла ситуація, коли ліквідність банків збільшується за рахунок державних видатків, але сама держава та ще й в стані війни не в змозі при цьому залучити кошти у банків на прийнятних умовах, тому що ці банки мають привабливу альтернативу для вкладення вільних ресурсів у депозитні сертифікати НБУ. Багато фахівців виказують думки, що НБУ в першу чергу думає про підвищення привабливості гривневих активів, тобто коли гривня трактується передусім як актив, чий власник має отримати винагороду.

Саме така логіка цілком відповідає інтересам суб'єктів фінансового сектору, але зовсім не враховує потреби реальної економіки і держави в доступних ресурсах, тобто по суті створює умови для стагнації економіки та значно ускладнює фінансування воєнних видатків. В Україні зростання цін в умовах війни викликають переважно чинники з боку витрат (пропозиції), а попит є пригніченим внаслідок міграції, високого безробіття та зниження доходів, тому боротися з інфляцією необхідно не високими ставками, а шляхом реалізації системної цінової політики, орієнтованої на розширення пропозиції. А розробляти та реалізовувати таку політику мають всі органи влади, в першу чергу Центробанк та уряд. НБУ в рамках такої антиінфляційної політики повинен концентруватись на підтриманні відносної стабільності обмінного курсу, зменшенні інфляційних очікувань шляхом відповідальної комунікаційної політики та, що суттєво важливо – на забезпеченні суб'єктів господарювання доступними фінансовими ресурсами



Діяльність Національного банку України в плані забезпечення стабільної роботи банківської та фінансової системи та в цілому стабільності економіки під час війни свідчить, що рішучі та своєчасні дії регулятора в банківській сфері та на фінансових ринках дали можливість створити фінансову стійкість банківської системи та забезпечити безперебійне функціонування національної платіжної системи. Зміна режиму монетарної політики на основі фіксації валютного курсу гривні до долара США сприяла появі в умовах цінової нестабільності, надійного номінального якоря для економіки. Це привело до стабілізації курсових очікувань близько до офіційного курсу та суттєво зменшили інфляційні очікування. Підкреслимо також, що в умовах війни будь-яке рішення має не тільки позитивні а й певні негативні наслідки. Звідси, важливо усвідомлювати пріоритети та мінімізувати всі ризики при здійсненні монетарної та валютної політик. У сучасних екстремальних умовах України окремі неправильні рішення можуть зруйнувати фінансову рівновагу і призвести до некерованості фінансовим сектором. Маючи на увазі всі недоліки та переваги монетарних режимів фіксованого та плаваючого обмінних курсів під час війни, необхідно на наш погляд на поточному етапі, коли існують значні ризики та невизначеності, Національному банку України утримувати політику фіксованого курсу гривні. А вже після перемоги, коли необхідно буде підтримувати відбудову національної економіки, бажаним буде повернення до режиму інфляційного таргетування, при плаваючому ринковому курсі.

## ВИСНОВКИ

Монетарна політику виступає як комплекс скоординованих та взаємозв'язаних подій, заходів та кроків центрального банку у сфері регулювання грошового обігу та кредиту, який обумовлює цілеспрямоване застосування монетарних інструментів, орієнтованих на досягнення цінової стабільності національної економіки, стимулювання високих темпів економічного зростання, збільшення рівня зайнятості та інших регламентованих законами держави економічних цілей. При цьому основна мета центрального банку – це забезпечення стабільності національної грошової одиниці, означає і досягнення цінової стабільності економіки.

Цінову стабільність національної економіки пояснюють як динамічний стан купівельної спроможності національної грошової одиниці на зовнішніх і внутрішньому ринках, що дає можливість забезпечити відносну незмінність її вартості та високий рівень довіри, також належне виконання покладених на неї функцій в умовах динамічних макроекономічних змін. Цінова стабільність економіки має системний характер, вона виникає як інтегральний результат забезпечення цінової, кредитної та валютної стабільності; багато можливих станів, відносний характер адже завжди існує ймовірність настання дестабілізацій; вона базується на довірі до грошової одиниці тому, що без довіри до останньої цінова стабільність не може існувати, тобто має бути найбільш повне та ефективне виконання грошима функцій засобу обміну, нагромадження та міри вартості, внаслідок дуже слабкої динаміки купівельної спроможності.

Цінова стабільність національної економіки означає цінову стабільність безпосередньо в країні та стабільну купівельну спроможність національної валюти на зовнішньому ринку. Для забезпечення цінової стабільності, як правило, виділяють такі групи її чинників: *базові* (рівень процентних ставок; темпи зростання ВВП, доходів бізнесу та населення, зміни грошової маси,

темпи інфляції, сальдо платіжного балансу); *регулюючі* (монетарна, податково-бюджетна, експортно-імпортна, валютно-курсова політики); *кризові* (незмінний дефіцит бюджету; значний державний борг, емісія грошей, рівень монополізації, зміна цін на енергоносії, революції, війни); *психологічні та очікувальні* (політична процеси, очікування населення, прогнози державних структур та міжнародних інституцій; зміни у споживчому попиті).

Головними критеріями формування цінової стабільності національної економіки виступають такі як наявність макроекономічних умов для тривалого у часі безкризового розвитку; суттєво високий рівень довіри економічних суб'єктів до національних грошей та інститутів грошового обігу; високий рівень монетизації ВВП; стабільність законодавства, яке регламентує грошовий обіг у країні; стабільність політичних процесів; орієнтація суспільства на інноваційний розвиток, на зростання людського потенціалу; гнучкість грошової системи; гальмування інфляції та створення умов для стабільного економічного зростання; реалізація виваженої боргової політики; наявність позитивного сальдо платіжного балансу.

Монетарна політика відіграє ключову роль у забезпеченні цінової стабільності національної економіки, а її успішність у значній мірі залежить від заявлених центральним банком та зрозумілих населенню і бізнесу цілей, їх ретельного дотримання та оптимального вибору монетарних інструментів – тих грошово-кредитних важелів, які знаходяться у розпорядженні центрального банку та застосовуються для впливу ним на визначальні орієнтири монетарної політики, зокрема на забезпечення цінової стабільності національної економіки. Між інструментами, які застосовує центральний банк та цілями монетарної політики існує функціональний зв'язок, і це дає можливість передбачати вплив кожного інструмента монетарної політики на цінову стабільність певним способом.

Цільова орієнтація монетарної політики у напрямку забезпечення цінової стабільності національної економіки зумовлює також характер та особливості використання монетарних інструментів.

У сучасних умовах необхідно здійснювати цілісний підхід та методичку оцінювання і аналізу цінової стабільності національної економіки в рамках алгоритму, який виокремлює підготовчий, розрахунково-аналітичний та рекомендаційний етапи. Аналітика чинників та ризиків, організації і регламентації процесів забезпечення цінової стабільності економіки та грошової одиниці стимулює пошук та обґрунтування рішень і заходів, які орієнтовані на ліквідацію загроз та підвищення цінової стабільності національної економіки.

Головними показниками, через які здійснюється оцінка цінової стабільності економіки та грошової одиниці, виступають наступні: індекс споживчих цін, індекс цін виробників, базова інфляція, дефлятор ВВП, рівень монетизації ВВП, відношення зовнішнього боргу до ВВП, відношення сальдо поточного рахунку платіжного балансу до ВВП.

Ретроспективний аналіз впродовж 2019-2021 років до початку повномасштабної війни засвідчив поступову тенденцію зниження показників індексу споживчих цін та індексу цін виробників, а також показника базової інфляції. При цьому спостерігалася суттєва різниця між різними ціновими індексами, що обумовлено в першу чергу структурними особливостями вітчизняної економіки. Слабкий приріст індексу споживчих цін супроводжувався при цьому більш високими рівнями індексу цін виробників промислової продукції, а також індексу-дефлятора ВВП і це вказувало вже на значний потенціал інфляційних процесів та необхідність використання в Україні інструментів антиінфляційної політики у напрямку зміцнення стабільності гривні та в цілому цінової стабільності економіки.

Серед основних проблем монетарної політики в плані забезпечення цінової стабільності національної економіки та грошової одиниці виступають: низький рівень незалежності НБУ; слабке узгодження монетарної політики з фіскальною політикою держави; недостатня прозорість дій, слабкий рівень підзвітності суспільству та ринкам: нерезультативна комунікаційна політика;

дисбаланси у політиці рефінансування банків; слабка ефективність наявного монетарного режиму тощо.

У процесі рефінансування НБУ активно застосовує процентний канал впливу на цінову стабільність та стабільність грошової одиниці, при цьому використовують такі інструменти як облікова ставка та ставки за позиками рефінансування, середньозважений рівень яких якраз і відображає вартість капіталу в країні. Проте сьогодні в межах процентного каналу не має належної трансформації сигналів у ціноутворення на фінансові ресурси і це свідчить про відчутний розрив між середньозваженою ставкою рефінансування НБУ та ставками кредитного ринку. Це і сьогодні, в умовах війни є однією з головних причин завищення цін на кредитні ресурси банків, враховуючи динаміку змін у позиках рефінансування, внаслідок значного збільшення кредитного ризику банків та його включенням до ціни кредиту. Взаємозв'язок облікової ставки та інфляції за останні роки підтверджує достатньо слабкий вплив процентної політики НБУ на функціонування банківської системи.

Обов'язкові резервні вимоги, які свідчать про дію грошового каналу через регулювання грошової бази сьогодні виконують лише суто технічну роль у підтримці стабільності банківської системи, що вимагає перегляду механізму реалізації цього інструмента та зростання віддачі від нього у довготерміновому періоді шляхом залучення банками коштів переважно у національній валюті та, головне, збільшення їх строковості.

Через канал рефінансування відбувається вплив на банківську систему, шляхом надання банкам кредитів Центральним банком, а також через зворотні операції по зменшенню надлишкової ліквідності шляхом розміщення депозитних сертифікатів та купівлю державних цінних паперів. Структури рефінансування банків свідчить про зростаючу тенденцію до домінування у ній надкороткотермінових кредитів овернайт, а все це потребує зміщення пріоритетів у кредитних процесах НБУ на задоволення потреб реальної економіки у фінансових ресурсах у рамках зменшення обсягів надходжень ресурсів через валютний канал та збільшення обсягів рефінансування банків,

адже це дозволить здійснювати формування пропозиції грошей на основі внутрішніх потреб економіки.

Дія валютного каналу трансмісійного механізму монетарної політики здійснюється через валютні інтервенції шляхом більших обсягів продажу валюти НБУ у періоди локальних піків девальвації, на відміну від періодів ревальвації, коли регулятор здійснює політику викупу надлишкової пропозиції іноземної валюти.

Таким чином, існує суттєвий вплив валютного курсу на цінову стабільність в країні, він спричиняє інфляційні процеси через зростання цін, створює дисбаланси у фінансовій системі України.

На початку повномасштабної війни НБУ зумів забезпечити макрофінансову стабільність, ядром якої, її основним елементом стала фіксація та підтримання обмінного курсу. Перехід НБУ до режиму фіксованого курсу став абсолютно виправданим і безальтернативним, хоча необхідно наголосити, що застосування такого режиму було б неможливим без значної за розмірами фінансових вливань з боку іноземних партнерів. Більш швидка інфляція у 2022 році до 26,6 % не виглядала критичною ні з точки зору перспектив, ні в плані масштабу проблем, з якими зіткнулася Україна, через повномасштабну агресію Росії. Головними чинниками інфляції стали численні шоки пропозиції, прямо визначені з війною: фізичне знищення реального виробництва, інфраструктури, руйнація логістичних ланцюжків тощо. Суттєвий вплив на інфляцію здійснила девальвація гривні, яка мала наслідком подорожчання імпорту.

Монетарна політика НБУ в умовах повномасштабної війни в цілому відповідає панівній парадигмі боротьби з інфляцією шляхом зростання ставок, яка всіяко підтримується МВФ. Хоча навіть враховуючи це її можна все таки вважати достатньо жорсткою, яка, безумовно, неналежним чином враховувала потреби держави у фінансуванні воєнних видатків. Піднявши облікову ставку до 25 %, НБУ все таки не стримав девальвацію та інфляцію, чинники яких перебувають в немонетарній площині, проте значно ускладнив пошук коштів

для фінансування дефіциту бюджету, посприяв збільшенню видатків на обслуговування держборгу та суттєво збільшив власні видатки за своїми депозитними сертифікатами. Різке зростання розмірів ліквідності банків (і це під час повномасштабної війни), було обумовлене специфікою фінансування дефіциту бюджету, суттєво підсиливши негативні наслідки політики високих процентних ставок.

В сучасній Україні склалась не дуже зрозуміла ситуація, коли ліквідність банків збільшується за рахунок державних видатків, але сама держава та ще й в стані війни не в змозі при цьому залучити кошти у банків на прийнятних умовах, тому що ці банки мають привабливу альтернативу для вкладення вільних ресурсів у депозитні сертифікати НБУ. Багато фахівців виказують думки, що НБУ в першу чергу думає про підвищення привабливості гривневих активів, тобто коли гривня трактується передусім як актив, чий власник має отримати винагороду.

Саме така логіка цілком відповідає інтересам суб'єктів фінансового сектору, але зовсім не враховує потреби реальної економіки і держави в доступних ресурсах, тобто по суті створює умови для стагнації економіки та значно ускладнює фінансування воєнних видатків. В Україні зростання цін в умовах війни викликають переважно чинники з боку витрат (пропозиції), а попит є пригніченим внаслідок міграції, високого безробіття та зниження доходів, тому боротися з інфляцією необхідно не високими ставками, а шляхом реалізації системної цінової політики, орієнтованої на розширення пропозиції. А розробляти та реалізовувати таку політику мають всі органи влади, в першу чергу Центробанк та уряд. НБУ в рамках такої антиінфляційної політики повинен концентруватись на підтриманні відносної стабільності обмінного курсу, зменшенні інфляційних очікувань шляхом відповідальної комунікаційної політики та, що суттєво важливо – на забезпеченні суб'єктів господарювання доступними фінансовими ресурсами

Діяльність Національного банку України в плані забезпечення стабільної роботи банківської та фінансової системи та в цілому стабільності

економіки під час війни свідчить, що рішучі та своєчасні дії регулятора в банківській сфері та на фінансових ринках дали можливість створити фінансову стійкість банківської системи та забезпечити безперебійне функціонування національної платіжної системи. Зміна режиму монетарної політики на основі фіксації валютного курсу гривні до долара США сприяла появі в умовах цінової нестабільності, надійного номінального якоря для економіки. Це привело до стабілізації курсових очікувань близько до офіційного курсу та суттєво зменшили інфляційні очікування. Підкреслимо також, що в умовах війни будь-яке рішення має не тільки позитивні а й певні негативні наслідки. Звідси, важливо усвідомлювати пріоритети та мінімізувати всі ризики при здійсненні монетарної та валютної політик. У сучасних екстремальних умовах України окремі неправильні рішення можуть зруйнувати фінансову рівновагу і призвести до некерованості фінансовим сектором. Маючи на увазі всі недоліки та переваги монетарних режимів фіксованого та плаваючого обмінних курсів під час війни, необхідно на наш погляд на поточному етапі, коли існують значні ризики та невизначеності, Національному банку України утримувати політику фіксованого курсу гривні. А вже після перемоги, коли необхідно буде підтримувати відбудову національної економіки, бажаним буде повернення до режиму інфляційного таргетування, при плаваючому ринковому курсі.



**СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ:**

1. Адамик Б. П. Центральний банк і грошово-кредитна політика. Київ: Кондор, 2011. 416 с.
2. Адамик Б.П. Національний банк і грошово-кредитна політика. Тернопіль: Карт-бланш, 2002. 278 с.
8. Бричка Б. Б. Суть, цілі та типи грошово-кредитної політики. *Причорноморські економічні студії*. 2019. Вип. 40. С. 182-186.
9. Бричка Б.Б. Монетарний режим таргетування інфляції та його ефективність. *Причорноморські економічні студії*. 2019. Вип. 42. С. 175-181.
10. Бричка Б.Б. Перспективи запровадження таргетування номінального ВВП. *Формування ринкової економіки*. 2019. Вип. 42. С. 3-13.
11. Бричка Б.Б. Фактори стабільності національної грошової одиниці. *Інформаційні технології та фінансова система: сучасний стан, ефективність, перспективи*: матеріали Міжнародної науково-практичної конференції для студентів, аспірантів та молодих учених, м. Київ, 31 січня 2020 року. К.: Аналітичний центр «Нова Економіка», 2020. С. 83-87.
12. Бурда М., Виплош Ч. Макроекономіка: Європейський контекст: підручник. Київ: Основи, 1998. 682 с.
13. Валютно-курсова політика України: монографія / М.І. Крупка, М.І. Кульчицький, Н.В. Жмурко, Д.В. Ванькович. Львів: ЛНУ імені Івана Франка, 2012. 366 с.
14. Волоснікова Н.М. Системні чинники грошово-кредитної політики та їх вплив на мікро- та макроекономічні процеси в Україні. *Вісник НТУ «Харківський Політехнічний Інститут»*. 2018. № 20 (1296). С. 87-90.
15. Гаркуша Ю.О., Особливості рефінансування банків в Україні. *Інфраструктура ринку*. 2017. №14. С. 266-269. URL: [http://www.marketinfr.od.ua/journals/2017/14\\_2017\\_ukr/48.pdf](http://www.marketinfr.od.ua/journals/2017/14_2017_ukr/48.pdf)

16. Гриценко А. Стабильность денежной единицы и экономическое развитие. День. 2001. № 135. URL: <https://day.kyiv.ua/ru/article/podrobnosti/stabilnost-denezhnoy-edinicy-iekonomicheskoe-razvitie>
17. Гриценко А., Кричевська Т. Монетарна стратегія: шлях до ефективної грошово-кредитної політики. Стаття перша. Необхідність і передумови формування монетарної стратегії як форми комунікації центральних банків // Вісник НБУ. 2005. №11. С. 8-17.
18. Гудзовата О.О. Механізм реалізації грошово-кредитної політики в системі зміцнення фінансової безпеки України : дисер. ... докт. ек. наук: 21.04.01 – економічна безпека держави (економічні науки). Київ, 2019. 421 с.
19. Гурська Ю.О., Пайтра Н.Г. Вплив політики національного банку України на грошово-кредитну сферу в умовах режиму інфляційного таргетування // Східна Європа: економіка, бізнес та управління. 2018. Випуск 3(14). С. 332-336.
20. Даниленко Ю.В., Столяр О.В. Шляхи підвищення стабільності національної валюти. *Збірник наукових праць Національного університету державної податкової служби України*. 2014. № 1. С. 59-67.
21. Данилишин Б. Незалежність НБУ – це незалежність політики, а не окремих осіб. URL: [https://glavcom.ua/columns/b\\_danilishyn/nezalezhnist-nbu-cenezalezhnist-politiki-a-ne-okremih-osib-637308.html](https://glavcom.ua/columns/b_danilishyn/nezalezhnist-nbu-cenezalezhnist-politiki-a-ne-okremih-osib-637308.html)
22. Джус Михайло. Монетарна політика Національного банку України в умовах повномасштабної війни. *Науковий вісник Полісся*. 2023. № 1 (26). С. 165-182.
23. Дзюблюк О.В. Перспективи оптимізації трансмісійних механізмів грошово-кредитної політики в період кризових явищ на фінансових ринках. *Фінанси, облік і аудит*. Київ: КНЕУ, 2012. Вип.19. С.55-64.

24. Дідур С.В., Глухова В.І., Єлісеєва О.Є. Аналіз тенденцій коливання валютного курсу в умовах кризи в Україні. *Економіка і суспільство*. 2016. № 5. С. 338-343.
25. Долан Э. Дж. Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика: учебник / под общ.ред. В. Лукашевича. М., 1996. 448 с.
26. Жмурко Н.В., Митко О.І. Аналіз тенденцій коливання валютного курсу в Україні. *Глобальні та національні проблеми економіки*. 2018. №21. С. 586-590.
27. Загородній А.Г. та ін. Фінансовий словник. 3-тє вид., випр. та доп. Львів. Центр Європи, 2007. 576 с.
28. Закон України «Про банки банківську діяльність» URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2121-14#Text>
29. Закон України «Про Національний банк України» від 20.05.1999 № 679-ХІУ (зі змінами і доповненнями). URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/679-14>
30. Зоря С.П. Грошово-кредитна політика: сутність та особливості реалізації. *Ефективна економіка*. 2015. №10. URL: [http://www.economy.nayka.com.ua/pdf/10\\_2015/51.pdf](http://www.economy.nayka.com.ua/pdf/10_2015/51.pdf)
31. Інструменти грошово-кредитного регулювання. URL: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=71289884>
32. Клименко О.І. Об'єктивна необхідність удосконалення монетарної політики України в сучасних умовах. URL: <http://academy.gov.ua/ej/ej13/txts/Klimenko.pdf>
33. Коваленко В.В., Ткаченко Д.Ю. Операції рефінансування у забезпеченні ліквідності банків України. *Східна Європа: економіка, бізнес та управління*. 2017. № 3 (08). С. 275-278.
34. Ковалюк О.М. Фінансовий механізм організації економіки України (проблеми теорії і практики): монографія. Львів: Видавничий центр Львівського національного університету імені Івана Франка, 2002. 396 с.

35. Конституція України від 01.01.2020 року. URL: <https://www.president.gov.ua/documents/constitution>
36. Коркач І.В. Теорико-методологічні аспекти розвитку механізму монетарного регулювання економічних процесів. *Економічний вісник університету*. 2017. Випуск № 34/1. С. 259-267
37. Крилова О. В. Особливості грошово-кредитної політики національного банку України. *Інвестиції: практика та досвід*. 2018. № 23. С. 23–26.
38. Лапчук Я.С. Суть та цілі грошово-кредитної політики. *Науковий вісник НЛТУ*. 2014. Вип. 24.6. С. 235-243.
39. Лісовенко В. В., Бенч Л.Я., Бец О. І. Державний борг: концептуальні засади та макроекономічні аспекти. *Фінанси України*. 2014. №12. С. 7-31.
40. Малахова О.Л., Іващук О.О. Дієвість інструментів монетарної політики: вітчизняні реалії та світовий досвід. *Young Scientist*. 2017. № 10 (50). С. 951-958.
41. Марчук О.О. Тактичні цілі грошово-кредитної політики та їхня роль у реалізації проміжних і стратегічних цілей. *Науковий вісник НЛТУ*. 2010. Вип. 20.9. С. 198-203.
42. Мельник Т. В. Інструменти монетарної політики та практика їх застосування Національним банком України. *Науковий вісник Ужгородського національного університету*. 2018. № 22 (Ч. 2) . С. 113-119.
43. Мельник Т. В. Трансмійні лаги у монетарній політиці. *Сучасні тенденції трансформації економіки та управління: матеріали Міжнародної наук.-практ. конф., м. Київ 20-21 жовтня 2017 р.* Київ: Таврійський національний університет імені В. І. Вернадського, 2017. С. 141-144.
44. Мишкін Фредерік С. Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків / Пер. з англ. С. Панчишин, А. Стасишин., Г. Стеблій. Київ: Основи, 1999. 963 с.

45. Мікроекономіка і макроекономіка: підруч. / С. Будаговська, О. Кілієвич, І. Луніна та ін.; за заг. ред. С. Будаговської. 3-є вид. Київ : Вид-во Соломії Павличко «Основи», 2003. 517 с.
46. Міщенко В.І. Роль і функції монетарного трансмісійного механізму в забезпеченні цінової стабільності. *Фінанси України*. 2015. №1. С. 29-46.
47. Міщенко В.І., Міщенко С.В. Удосконалення дії каналів трансмісійного механізму грошово-кредитної політики в Україні в умовах переходу до таргетування інфляції. *Актуальні проблеми економіки*. 2015. №1(163). С. 421-428
48. Монетарна політика Національного банку України: сучасний стан та перспективи змін / за ред. В. С. Стельмаха. Київ: Центр наукових досліджень Національного банку України, УБС НБУ, 2009. 404 с.
49. Недільська Л.В. Грошовий ринок України: складові елементи, стан та тенденції розвитку. *Вісник ЖНАЕУ*. 2016. № 2 (57). Т. 2. С. 140-147.
50. Нікіфоров П. О. Теорія та метрологія регулювання грошового обігу. Чернівці : Рута, 2002. 240 с.
51. Носов О. Державне регулювання стабільності та ефективності грошових систем. *Демократичне врядування*. 2014. Вип. 13. URL: [http://lvivacademy.com/vidavnitstvo\\_1/visnik13/fail/Nosov.pdf](http://lvivacademy.com/vidavnitstvo_1/visnik13/fail/Nosov.pdf)
52. Оришин Т. М., Трищак Л.С. Особливості застосування різних видів та режимів грошово-кредитної політики в сучасних реаліях. *Економіка та держава*. 2018. №6. С. 47-50.
53. Офіційний сайт Мінфіну URL: <https://minfin.com.ua/>
54. Офіційний сайт НБУ URL: <https://bank.gov.ua/>
55. Панчишин С. Макроекономіка: навч. посібник. Вид. 3-тє, стереотипне. К.: Либідь, 2005. 616 с.
56. Патрикац Л., Компанієць С. Проблеми вибору та визначення оптимальної моделі монетарного устрою в Україні. *Вісник НБУ*. 2003. №7. С. 2-7.

57. Петрик О. Політика Національного банку України під час війни. *Соціально-економічні відносини в цифровому суспільстві*. 2022. Том 4. Вип. 49. С. 15 -23.
58. Петрик О. Облікова ставка 25%. Рішення яке потребує пояснень. Vox.Ukraine. 2022 р. URL: <https://voxukraine.org/oblikova-stavka-25-rishennya-yake-potrebuye-poyasnen/>
59. Проблеми цінової та фінансової стабільності й інноваційного розвитку в Україні : монографія / за ред. д-ра екон. наук, проф. А. Я. Кузнєцової. К. : УБС НБУ, 2010. 263 с.
60. Про випуск облігацій внутрішньої державної позики «Військові облігації» : Постанова Кабінету Міністрів України від 25 лютого 2022 р. № 156 (зі змінами) [Електронний ресурс] – Режим доступу: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/156-2022-%D0%BF/ed20220609#Text>
61. Про роботу банківської системи в період запровадження воєнного стану: Постанова Правління НБУ від 24 лютого 2022 р. № 18 [Електронний ресурс] – Режим доступу: [https://bank.gov.ua/ua/legislation/Resolution\\_24022022\\_18](https://bank.gov.ua/ua/legislation/Resolution_24022022_18).
62. Пшик Б.І. Роль грошово-кредитної політики у забезпеченні цінової стабільності в Україні. *Формування ринкової економіки в Україні*. 2019. Вип. 41. Ч. 2. С. 360-367.
63. Самуельсон П. А., Нордгаус В.Д. Макроекономіка: підручник. К. : Вид-во «Основи», 1995. 676 с.
64. Сегеда Л.М. Трансмісійний механізм грошово-кредитної політики як основа впливу центрального банку на перебіг економічних процесів. *Вчені записки ТНУ імені В. І. Вернадського*. Серія: Економіка і управління. 2018. Том. 29 (68). №3. С. 164-172.
65. Скрипниченко М.І., Яценко Г.Ю. Інструментальний аналіз розриву ВВП в Україні. *Економіка і прогнозування*. 2018. № 1. С. 58-78.

66. Сліпченко Т.О. Теоретичний аналіз монетарних режимів та критерії його вибору для України. *Науковий вісник НЛТУ*. 2010. Випуск. 20.10. С. 232- 238.
67. Тимощук Л.І. Монетарні важелі розвитку економіки України. *Сталий розвиток економіки*. 2013. №3 (20). С. 56-59.
68. Фінансування державного бюджету України з початку повномасштабної війни. *Міністерство фінансів України* [Електронний ресурс]  
[https://www.mof.gov.ua/uk/news/ukraines\\_state\\_budget\\_financing\\_since\\_the\\_beginning\\_of\\_the\\_full-scale\\_war-3435](https://www.mof.gov.ua/uk/news/ukraines_state_budget_financing_since_the_beginning_of_the_full-scale_war-3435).
69. Центральний банк і грошово-кредитна політика: підручник / А.М. Мороз, М.Ф. Пуховкіна, М.І. Савлук та ін.; за ред. д-ра екон. наук, проф. А.М. Мороза і канд. екон. наук, доц. М.Ф. Пуховкіної. К.: КНЕУ, 2005. 556 с.
70. Черкашина К.Ф., Бур І.С. Тенденції валютного ринку України. *Інфраструктура ринку*. 2017. Випуск 5. С. 186-189. URL: <https://chmnu.edu.ua/wp-content/uploads/2019/07/CHerkashina-K.-F.-1.pdf>
71. Шаринська О.Є. Цінова стабільність: сутність та місце у системі цілей грошово-кредитної політики. *Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України* : зб. наук.праць. Суми, 2005. Т. 13. С. 25-33.
72. Шаров О. Міжнародний досвід монетарної політики в умовах війни: уроки для України. *Журнал європейської економіки*. 2022. Том 21. № 2 (81). С. 174-189.
73. Швайко М.Л. Сучасні тенденції грошово-кредитної політики України // *Вісник Харківського національного університету імені В. Н. Каразіна*. Серія «Економічна». 2017. Випуск 92. С. 32-40.
74. Шиян Д. Теорія очікувань і монетарна політика: взаємозв'язок та суперечності. *Фінанси України*. 2006. №11. С. 49-57.

75. Шевченко К. Фінансово-економічна політика за воєнного часу [Електронний ресурс ] Дзеркало тижня. – Режим доступу: <https://zn.ua/ukr/macrolevel/finansovo-ekonomichna-politika-za-vojennohochasu.html>.
76. Що таке цінова стабільність і чому вона важлива для економіки України? URL: [https://old.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=85376](https://old.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=85376).