

ОДЕСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ ІМЕНІ І. І. МЕЧНИКОВА
Факультет міжнародних відносин, політології та соціології
Кафедра світового господарства і міжнародних економічних відносин

Кваліфікаційна робота

на здобуття ступеня вищої освіти «бакалавр»

**«Сучасні тенденції монетарної політики в країнах Європейського Союзу
та в Україні»**

**«Current Trends in Monetary Policy in the European Union Countries and
Ukraine»**

Виконала: студентка заочної форми навчання

Спеціальності 292 «Міжнародні економічні відносини»

Освітня програма - міжнародні економічні відносини

Держменжі Аріна Геннадіївна

Науковий керівник: д.філософ. доц. Алексеєвська Г.С.____

Рецензент: к.е.н. доц. Крючкова Н.М.

Рекомендовано до захисту:

Протокол засідання кафедри

світового господарства і

міжнародних економічних відносин

№__від___.__.2025 р.

Завідувач кафедри

_____ Сергій ЯКУБОВСЬКИЙ

Захищено на засіданні ЕК №_____

Протокол № __ від ___.__.2025 р.

Оцінка _____ / _____ / _____

Голова ЕК

_____ Сергій ЯКУБОВСЬКИЙ

Одеса 2025

ЗМІСТ

ВСТУП.....	3
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ДОСЛІДЖЕННЯ СУЧАСНИХ ТЕНДЕНЦІЙ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ В КРАЇНАХ ЄС ТА В УКРАЇНІ	5
1.1. Поняття, сутність та інструменти монетарної політики країн	5
1.2. Теоретичні основи дослідження впливу монетарної політики на економічний добробут	8
РОЗДІЛ 2. АНАЛІЗ СУЧАСНИХ ТЕНДЕНЦІЙ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ НІМЕЧЧИНИ, ШВЕЦІЇ ТА ПОЛЬЩІ	20
2.1. Аналіз сучасних тенденцій монетарної політики Німеччини	20
2.2. Аналіз сучасних тенденцій монетарної політики Швеції.....	29
2.3. Аналіз сучасних тенденцій монетарної політики Польщі.....	39
2.4. Порівняльний аналіз впливу монетарної політики на економічний добробут на прикладі Німеччини, Швеції та Польщі	47
РОЗДІЛ 3. ОСОБЛИВОСТІ СУЧАСНИХ ТЕНДЕНЦІЙ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ В УКРАЇНІ.....	51
3.1. Аналіз сучасних тенденцій монетарної політики України.....	51
3.2. Рекомендації щодо покращення монетарної політики України	61
ВИСНОВКИ	64
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	69
ДОДАТКИ	77

ВСТУП

Монетарна політика відіграє вирішальну роль у формуванні економічного середовища країни та має важливе значення для підтримки стабільності та формування стабільного зростання. Монетарна політика є актуальним предметом для дослідження багатьох науковців, оскільки її інструменти використовуються центральними банками країн для впливу на економічні результати, інвестиційний клімат та зростання добробуту. Дослідження сучасних тенденцій монетарної політики центральних банків країн має вирішальне значення в останні роки, які можна охарактеризувати як періодом глобальної невизначеності. Окрім того, розгляд сучасних тенденцій та інновацій монетарної політики надає цінну інформацію щодо розвитку та трансформації підходів до монетарної політики для вирішення сучасних викликів і сприяння сталому економічному зростанню.

Мета – дослідити сучасні тенденції та інноваційні підходи до реалізації монетарної політики в умовах глобальної невизначеності та визначити її роль у забезпеченні економічної стабільності та добробуту населення на прикладі країн Європейського Союзу та України.

Досягнення мети передбачає досягнення наступних завдань:

- проаналізувати теоретичні основи та підходи щодо визначення поняття, сутності та інструментів монетарної політики;
- проаналізувати теоретичні основи та дослідження сучасних тенденцій монетарної політики в країнах ЄС та в Україні;
- проаналізувати та зробити порівняння сучасних тенденцій монетарної політики в країнах ЄС на прикладі Німеччини, Швеції та Польщі;
- дослідити вплив монетарної політики на економічний добробут на прикладі Німеччини, Швеції та Польщі;

- проаналізувати сучасні тенденції монетарної політики в Україні.

Для вирішення поставлених завдань були використані такі методи дослідження: аналіз теоретичних підходів щодо дослідження монетарної політики, аналіз та порівняння індикаторів монетарної політики країн, індукція і дедукція, моделювання та розрахунок, статистичні методи, узагальнення і синтезування здобутої інформації.

Об'єктом дослідження є сучасні тенденції монетарної політик та їх роль в забезпеченні економічного добробуту країни. Предметом дослідження є особливості монетарної політики Німеччини, Швеції та Польщі, а також України.

Теоретичною базою для даної роботи виступили наукові статті іноземних авторів, статистичні бази даних Світового Банку, Національних Банків Німеччини, Швеції та Польщі, а також дані державних служб статистики України.

Кваліфікаційна робота складається з вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел та додатків. У першому розділі розкриваються теоретичні основи для дослідження сутності, видів та інструментів монетарної політики, а також дослідження щодо сучасних тенденцій монетарної політики в країнах ЄС та в Україні. У другому розділі було проаналізовано сучасні тенденції монетарної політики в країнах ЄС на прикладі Німеччини, Швеції та Польщі та досліджено вплив монетарної політики на економічний добробут на прикладі даних країн. У третьому розділі представлено аналіз особливостей сучасної монетарної політики України.

Кваліфікаційна робота апробована на міжнародній науковій конференції «Період трансформаційних процесів в світовій науці: задачі та виклики», 06.06.2025, м. Кропивницький, Україна.

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ДОСЛІДЖЕННЯ СУЧАСНИХ ТЕНДЕНЦІЙ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ В КРАЇНАХ ЄС ТА В УКРАЇНІ

1.1. Поняття, сутність та інструменти монетарної політики країн

Монетарна політика — це набір інструментів, що використовуються центральним банком країни для контролю загальної грошової маси та сприяння економічному зростанню, за допомогою застосування різноманітних інструментів, наприклад, перегляд процентних ставок і зміна вимог до банківських резервів. Монетарна політика — це контроль кількості грошей, наявних в економіці, і каналів, якими надходять нові гроші [1].

Монетарна політика є сукупністю інструментів, які центральні банки використовують для впливу на грошову масу або кількість грошей в економіці. Центральні банки використовують інструменти монетарної політики задля управління інфляцією та сприянню максимізації зайнятості [2].

За типом, можна виділити два види монетарної політики: політику експансії (стимулюючу) та політику рестрикції (стримуючу) залежно від рівня зростання чи стагнації в економіці. Стримуюча політика направлена на підвищення відсоткових ставок та обмеження грошової маси в обігу, щоб уповільнити зростання та зменшити темпи інфляції, коли ціни на товари та послуги в економіці зростають, знижуючи купівельну спроможність населення. Під час уповільнення чи рецесії стимулююча політика сприяє зростанню економічної активності. При зниженні процентних ставок заощадження стають менш привабливими, а споживчі витрати та запозичення збільшуються [3].

Задля досягнення своїх цілей, Центральні банки використовують певні інструменти монетарної політики, які можна поділити на традиційні та

нетрадиційні. Використовуючи комбінацію цих методів, центральні банки прагнуть впливати на економічну діяльність і підтримувати фінансову стабільність [4]. Серед основних інструментів можна виділити процентну ставку Центрального банку, резервні вимоги та операції на відкритому ринку. Розглянемо данні інструменти та те, як вони працюють для підтримки здорового економічного зростання.

Процентна ставка – це ставка, за якою відповідні фінансові установи можуть позичати короткострокові кошти безпосередньо в Центрального банку. Центральний банк встановлює процентну ставку, щоб контролювати вартість позик для банків і впливати на їх кредитну поведінку. Корируючи ставку, центральний банк може заохочувати або перешкоджати банкам запозичувати кошти, тим самим впливаючи на загальну доступність кредиту в економіці [4].

Резервні вимоги стосуються грошей, які банки повинні зберігати у вигляді резервних коштів. Низькі резервні вимоги дозволяють банкам позичати обсяг кредитів, перевищуючий обсяг депозитів, що є інструментом експансивної політики. Високі резервні вимоги відносяться до стримуючої монетарної політики, оскільки даний підхід зменшує обсяг коштів доступних для кредитування [5].

Операції на відкритому ринку відносяться до періодів, коли центральні банки купують або продають цінні папери. Коли центральний банк купує цінні папери, він додає готівку до резервів банків. Це надає більше коштів для позичання. Коли центральний банк продає цінні папери, він розміщує їх на балансах банків і зменшує свої грошові запаси, що призводить до зменшення доступних для кредитування коштів. Центральний банк купує цінні папери, коли йому потрібна експансіоністська монетарна політика і навпаки, продає їх, коли проводить жорстку монетарну політику [4].

Серед нетрадиційних інструментів монетарної політики варто виділити наступні інструменти. Стратегія оприлюднення подальшої політики (Forward guidance) означає повідомлення Центральним банком про наміри щодо майбутньої монетарної політики для управління очікуваннями та впливу на фінансові ринки. Стратегія кількісного пом'якшення (Quantitative Easing) передбачає купівлю Центральним банком довгострокових цінних паперів (наприклад, державних облігацій), щоб збільшити грошову масу та знизити довгострокові процентні ставки задля стимулювання кредитування та інвестицій. При коригуванні ринкових операцій (Adjustments to market operations) Центральні банки можуть змінювати свої процедури забезпечення ліквідності фінансової системи, наприклад, коригувати частоту або розмір операцій на відкритому ринку. Лінії строкового фінансування (Term funding facilities) передбачають надання центральними банками низьковартісного довгострокового фінансування фінансовим установам за ставками, нижчими за вартість більшості їхніх існуючих джерел фінансування. Це допомагає знизити процентні ставки для позичальників та підтримувати пропозицію кредитів економіці. Лінії строкового фінансування також можуть забезпечити додаткові стимули для заохочення фінансових установ до кредитування підприємств та домогосподарств. Наступним інструментом нетрадиційної монетарної політики є негативні процентні ставки, при яких Центральні банки можуть стягувати з банків плату за зберігання резервів у центральному банку. Це може спонукати банки надавати більше кредитів та знижувати загальний рівень резервів у банківській системі [6].

Основними цілями монетарної політики є управління інфляцією та безробіттям і підтримка валютних курсів. Якщо інфляція зависока, стримуюча монетарна політика може вирішити цю проблему. Монетарна політика може впливати на рівень безробіття в економіці. Наприклад, стимулююча монетарна політика загалом зменшує безробіття, оскільки більша пропозиція грошей

стимулює ділову діяльність, яка веде до розширення ринку праці. Використовуючи свої фіскальні повноваження, центральний банк може регулювати обмінні курси між національною та іноземною валютами. Наприклад, центральний банк може збільшити пропозицію грошей, випустивши більше валюти. У цьому випадку національна валюта дешевшає відносно іноземних валют [7].

Отже, монетарна політика є комплексом дій, які вживає центральний банк для контролю пропозиції грошей, процентних ставок і умов кредитування в економіці з метою досягнення конкретних цілей, таких як стабільність цін, повна зайнятість і економічне зростання. Монетарну політику можна розділити на стимулюючу (спрямовану на стимулювання економіки) і стримувальну (спрямовану на стримування інфляції). Метою стимулюючої монетарної політики є збільшення грошової маси та стимулювання економічної активності в періоди уповільнення чи рецесії шляхом зниження процентних ставок, купівлі державних цінних паперів та зменшення резервних вимог. Метою стримувальної монетарної політики є зменшення грошової маси та приборкання інфляції, коли економіка перегрівається, шляхом підвищення процентних ставок, продажу державних цінних паперів і збільшення резервних вимог.

1.2. Теоретичні основи дослідження впливу монетарної політики на економічний добробут

Монетарна політика в Європейському Союзі (ЄС) визначається Європейським центральним банком (ЄЦБ), який відповідає за підтримку стабільності цін і підтримку економічних цілей країн ЄС.

У статті Філіпа Гартманнф й Френка Сметса «Перші двадцять років Європейського центрального банку: монетарна політика» (2019) було розглянуто

еволюцію монетарної політики ЄЦБ протягом перших двадцяти років існування та останні тренди в її проведенні. Загалом, ЄЦБ виконав свій мандат щодо стабільності цін, незважаючи на дуже складні часи кризи останнього десятиліття. Середня інфляція за цей період становила 1,7%, що відповідає меті ЄЦБ підтримувати інфляцію на рівні наближеному до 2% у середньостроковій перспективі. Але після кризи державного боргу, коли загальна інфляція та різні показники базової інфляції впали значно нижче 1%, низка показників вказувала на появу відчутних ризиків дефляції. Вони зникли лише після того, як ЄЦБ ініціював комплексний пакет пом'якшення, починаючи з червня 2014 і таким чином розвіяв сумніви щодо того, чи є у банка ефективний набір інструментів для подолання ризиків дефляції в середовищі, близькому до нульової процентної ставки. Загалом, основні будівельні блоки початкової стратегії та структури монетарної політики ЄЦБ, його кількісне визначення цінової стабільності, два стовпи економічного та монетарного аналізу, система комунікації та підзвітності, а також широка та гнучка операційна структура добре служили ЄЦБ протягом останніх двадцяти років. Але, як описано в статті, було важливо, щоб данні інструменти розвивалися у відповідь на виклики часу [8].

Загалом, можна зробити висновок, що ЄЦБ пристосував свою монетарну політику до мінливих і складних обставин з часом, ефективно використовуючи свою стратегію та рамки та зберігаючи чітку зосередженість на своєму основному мандаті стабільності цін у середньостроковій перспективі. У той же час деякі елементи політичних рамок ЄЦБ, схоже, надихнули зміни в системах інших центральних банків, включаючи середньострокову орієнтацію цільової стабільності цін, прозорість і підзвітність, пов'язану з прес-конференцією президента та віце-президента невдовзі після офіційних зустрічей з монетарної політики, а також широку та гнучку операційну структуру [8].

Досвід після фінансової кризи 2008 року знову привернув увагу до питання про те, як монетарна та фіскальна політика повинні найкраще взаємодіяти, зокрема в середовищі структурно низьких процентних ставок і постійних ризиків зниження цінової стабільності. Ця дискусія ще більше посилилася через економічні наслідки пандемії коронавірусу (COVID-19). У Євросоні унікальна архітектура валютного союзу, що складається з суверенних держав-членів, з різномірністю між країнами та слабкими місцями в його загальній конструкції створює серйозні проблеми. З даного приводу, в роботі «Взаємодія монетарної та фіскальної політики в зоні євро» (2021) Ксав'є Дебрена та співавторів розглядається взаємодія монетарної та фіскальної політики в Євросоні з точки зору монетарної політики та з акцентом на наслідки для цінової стабільності та збереження незалежності центрального банку та довіри. Авторами було зроблено висновок, що надалі існуватимуть різні виклики для взаємодії монетарної та фіскальної політики в середовищі з низьким природним курсом після пандемії, що демонструє стабільно низькі результати щодо інфляції та цільової стабільності цін. Що стосується монетарної політики, ЄЦБ уже повідомив у своєму поточному формулюванні прогнозних вказівок, що він залишатиметься поступливим протягом тривалого періоду часу. Поточне формулювання вказує на те, що процентні ставки, як очікується, зберігатимуться на поточному або нижчому рівнях, доки прогноз інфляції не буде помітно збігатися з цільовою інфляцією в межах прогнозного горизонту, і така конвергенція послідовно відобразатиметься в базовій динаміці інфляції [9].

У статті Кристоса Горцоса «Майбутнє економічного та валютного союзу» (2022) було виділено ключові елементи нової стратегії монетарної політики Євросистеми. У цьому відношенні ЄЦБ вважає, що цінову стабільність найкраще підтримувати шляхом досягнення «симетричної» цілі інфляції в 2% у середньостроковій перспективі; отже, і негативні, і позитивні відхилення інфляції

від цієї цілі вважаються однаково небажаними. Щоб підтримувати цю симетрію, необхідна постійна монетарна політика, щоб уникнути негативних відхилень від цільового показника інфляції, зрештою включаючи перехідний період, коли інфляція помірено перевищує ціль (оскільки короткострокові відхилення, а також затримки та невизначеність у передачі монетарної політики на економіку та на інфляцію є неминучими). Важливим також було рішення включити питання зміни клімату в рамки політики через глибокі наслідки цієї зміни для цінової стабільності. У зв'язку з цим, у рамках «Плану дій щодо клімату» від 8 липня 2021 року та на основі детальної «Дорожньої карти дій, пов'язаних із зміною клімату», що додається до нього, було оголошено 4 липня 2022 року про рішення вжити подальших кроків для включення міркувань щодо зміни клімату в основу монетарної політики. Прийняті конкретні заходи розроблені в повній відповідності до основної мети Євросистеми, спрямовані на краще урахування фінансових ризиків, пов'язаних із кліматом, у її балансі та, з посиленням на вторинну мету, на підтримку переходу економіки до «зеленої» економіки відповідно до цілей кліматичної нейтральності ЄС та надання стимулів компаніям і фінансовим компаніям [10].

Після тривалого періоду дуже низької інфляції та навіть, протягом деяких кварталів, від'ємної інфляції (дефляції), рівень інфляції почав зростати в Євросоні у 2021 році (через зростання цін на енергоносії та сировину та проблеми в ланцюжку поставок), а потім ще більш значно у 2022 році, особливо після вторгнення росії в Україну в лютому 2022 року. За цих умов ЄЦБ вирішив підвищити, вперше з вересня 2019 року, три ключові процентні ставки, зобов'язані забезпечити виконання 2% «симетричної» цілі щодо інфляції в середньостроковій перспективі відповідно до нової стратегії монетарної політики. Крім того, він схвалив свій новий «Інструмент захисту передачі даних» (ТРІ) для ефективного трансмісії монетарної політики в усіх державах-членах

Єврозони. Цей новий інструмент буде задіяно для протидії невинуватим, хаотичній ринковій динаміці, яка становить серйозну загрозу трансмісії монетарної політики в Євразоні [10].

Отже, монетарна політика ЄС контролюється Європейським центральним банком (ЄЦБ). Основною метою ЄЦБ є підтримка цінової стабільності шляхом утримання рівня інфляції близько, але нижче 2% у середньостроковій перспективі. ЄЦБ використовує різні інструменти для впливу на економічні умови, включаючи встановлення процентних ставок, проведення операцій на відкритому ринку та надання ліквідності банкам через постійні кредити. Нетрадиційні інструменти, такі як кількісне пом'якшення (QE), використовувалися під час економічної кризи. ЄЦБ стикається з такими проблемами, як різноманітність економічних умов у країнах Євразоні, передача рішень у монетарній політиці та зовнішні фактори, такі як глобальні економічні події та геополітичні ризики. Останні тенденції монетарної політики ЄС включали реакцію ЄЦБ на пандемію COVID-19 та війну в Україні, вказівки щодо процентних ставок, перегляд стратегії монетарної політики, міркування щодо цифрового євро та інтеграцію питань зміни клімату в монетарну політику.

Таким чином, монетарна політика ЄС, очолювана ЄЦБ, відіграє вирішальну роль у підтримці економічної стабільності, забезпеченні стабільності цін і підтримці сталого економічного зростання в Євразоні. Політичні рішення ЄЦБ керуються його мандатом підтримувати цінову стабільність, враховуючи при цьому ширші економічні умови та виклики, з якими стикається регіон.

Монетарна політика України визначається Національним банком України (НБУ). Згідно до НБУ, пріоритетом монетарної політики є досягнення та підтримання цінової стабільності.

Підвищена економічна невизначеність та зниження ефективності ринкових інструментів, спричинені розгортанням повномасштабної війни, тимчасово унеможливили проведення монетарної політики в повноцінному форматі. НБУ мав змінити підходи до виконання своїх пріоритетних функцій, а також цілі та принципи своєї монетарної політики. Зокрема, коли росія почала повномасштабне вторгнення, НБУ був змушений тимчасово перейти до прив'язки обмінного курсу, запровадити жорсткі адміністративні обмеження на валютному ринку та на транскордонних потоках капіталу, та навіть вдався до монетарного фінансування державного боргу для підтримки обороноздатності України. Облікова ставка втратила свою ефективність в умовах надзвичайної невизначеності, тому НБУ не змінював її протягом перших місяців війни. Роль основного монетарного інструменту відводилася валютним інтервенціям, за допомогою яких НБУ фіксував обмінний курс, задовольняючи дефіцит валюти на ринку, стабілізуючи тим самим економічні очікування [11].

Заходи, вжиті НБУ, допомогли заспокоїти очікування та виграти час суб'єктам господарювання на адаптацію до війни. Таким чином НБУ зміг зберегти довіру українців до монетарної політики та гривні, що зрештою допомогло зберегти макрофінансову стабільність загалом. Коли суб'єкти господарювання пристосовувалися до умов війни, загальна невизначеність суттєво прояснилася, а економіка все більше наближалася до ринкових принципів функціонування. Протягом 2022–2023 років вдалося значно уповільнити інфляцію та значною мірою відновити ефективність облікової ставки. Крім того, НБУ пом'якшив найбільш обтяжливі валютні обмеження та згодом перейшов від прив'язки до керованої гнучкості обмінного курсу, щоб посилити його здатність поглинати шоки. Це дозволило НБУ перейти на гнучкий режим інфляційного таргетування у 2024 році, проміжний крок на шляху повернення до повноцінного режиму з плаваючим курсом [11].

У мирний час головним внеском монетарної політики в макроекономічну стабільність є забезпечення стабільності динаміки цін шляхом регулювання грошової маси. Під час війни порушуються ринкові принципи економіки та формування її цін, недостатньо спрацьовують грошові трансмісійні механізми, підвищується роль держави в забезпеченні нормального функціонування товарно-грошових відносин. Тому метою роботи «Монетарна політика під час війни: як забезпечити макроекономічну стабільність» (2022) авторів Богдана Данилишина та Івана Богдана є узагальнення підходів до формування монетарної політики у воєнний час та обґрунтування відповідних рекомендацій для сучасної ситуації в Україні. Загальноприйнятим принципом зміни монетарної політики у воєнний час є використання центральним банком інструментів, що розширюють грошову масу – купівля активів на відкритому ринку та державних облігацій на первинному ринку, спеціальне цільове рефінансування кредитних установ. У статті запропоновано дизайн монетарного режиму періоду війни, який передбачає модифікацію таких аспектів діяльності центрального банку, як ціль монетарної політики, склад процентних ставок за основними операціями центрального банку, регулювання валютного ринку та регулювання потоків капіталу, взаємовідносини центрального банку та фіскального органу. Стверджується, що в умовах військової економіки основний внесок монетарної політики в макроекономічну стабільність досягається через забезпечення стабільного функціонування ринку державних запозичень і контролю над потоками капіталу [12].

Аналіз ролі НБУ під час війни також розглянуто Валентином Бурбаном та співавторами в роботі «Монетарна політика під час війни: приклад України» (2024). Автори стверджують, що НБУ відіграв ключову роль у стійкості та стабільності української економіки. Навіть під час найгострішої фази конфлікту НБУ запевняв громадян та інвесторів у своїй рішучості якнайшвидше

повернутися до режиму таргетування інфляції. Свідченням ефективності цієї політики є те, що інфляція сповільнилася до 3,3% у травні 2024 року та має наблизитися до середньострокової цілі у 2025 році, хоча навколо цього прогнозу все ще існує велика невизначеність. На додаток до рішень, прийнятих владою, цей успіх можна пояснити стійкістю зовнішнього сектора України. Підтримуючи валютні резерви, міжнародна допомога відіграла вирішальну роль у поступовому поверненні до режиму таргетування інфляції, який діяв до вторгнення. Так само продовження експорту через новий Чорноморський коридор позитивно вплинуло на торговельний баланс. Тому дії сучасного центрального банку під час війни не можна аналізувати без ретельного розгляду зовнішньої позиції країни [13].

Органи монетарної політики можуть відреагувати на війну, розробивши основи монетарної політики на воєнний час для контролю інфляції та підтримки воєнної економіки протягом війни. У статті «Монетарна політика під час війни: варіанти монетарної політики для прийняття під час війни» (2024) Петерсона К. Озілі та співавторів розглядаються деякі варіанти монетарної політики, які центральні банки можуть прийняти під час війни. Вони включають підвищення відсоткової ставки на початку війни, щоб контролювати інфляційні очікування, утримання відсоткової ставки на тому самому рівні, коли існує висока невизначеність навколо війни, зниження відсоткової ставки, коли війна завдає шкоди економіці на кількох фронтах, зменшення вимог до резервів готівки на банківських депозитах, збереження фіксованого коефіцієнта ліквідності або підвищення його під час війни, як це було в Україні, продаж державних цінних паперів під час війни, а також непопулярний і найменш доцільний варіант друкування грошей для збільшення їх постачання. Рекомендовані варіанти монетарної політики на воєнний час у дослідженні є корисними для економістів, центральних банків та урядів, які стикаються з війною у своїх країнах [14].

Отже, НБУ є центральним банком України, відповідальним за формування та реалізацію монетарної політики для підтримки цінової стабільності та підтримки сталого економічного зростання. НБУ працює за принципом інфляційного таргетування, маючи на меті утримувати інфляцію в цільовому діапазоні для стабілізації цін і сприяння економічній передбачуваності. Монетарна політика України стикається з такими викликами, як зовнішні економічні потрясіння, геополітична напруженість, інфляційний тиск і необхідність збалансувати цінову стабільність із підтримкою економічного зростання. Останні тенденції монетарної політики України включають реагування на економічний вплив повномасштабного вторгнення, заходи щодо стабілізації інфляції, зусилля щодо підтримки стабільності обмінного курсу та ініціативи щодо підвищення стійкості фінансового сектора.

Мета дослідження «Вплив монетарної політики на рівень бідності в п'яти країнах АСЕАН» (2021) Лії Назліани Насутіон та співавторів полягає в тому, щоб знайти провідні показники рівня бідності на основі монетарної політики в п'яти країнах АСЕАН з найвищим рівнем бідності в 2019 році. У цьому дослідженні використовуються вторинні дані типу панельних даних, з даними часових рядів, починаючи з 2005 по 2019 рік, а об'єктом дослідження є Індонезія, НДР Лаос, М'янма, Філіппіни та Таїланд. Використовуючи модель ARDL, результати оцінки показали, що процентні ставки та обмінні курси впливають на рівень бідності в довгостроковій перспективі в п'яти країнах АСЕАН, тоді як обмінний курс і пропозиція грошей впливають у короткостроковій перспективі. Це дослідження робить висновок, що інфляція та процентні ставки є змінними, які необхідно контролювати для зниження рівня бідності в Лаоській НДР, а також в Індонезії. На Філіппінах і М'янмі для зниження рівня бідності потрібно контролювати лише змінну пропозиції грошей. На відміну від Таїланду, є три змінні, які стають центром контролю монетарної політики для зменшення бідності, а саме інфляція,

грошова маса та процентні ставки. Спостерігаються наслідки політики для центральних банків у кожній країні, щоб приділяти більше уваги підвищенню ефективності монетарної політики, а не лише макроекономічній стабільності, оскільки завдяки належній та ефективній монетарній політиці можливо зменшити рівень бідності [15].

У статті «Вплив монетарної політики на фінансову стабільність» (2021) Джеремі Кронік та Стів Амблер досліджують вплив монетарної політики Національного банку Канади. Мандат Банку Канади полягає в тому, щоб досягти рівня інфляції на рівні 2%, але фінансова нестабільність може мати важливий вплив на економічну діяльність, що може вплинути на здатність Банку досягти цієї цілі. Занепокоєння полягає в тому, що монетарна політика та фінансова стабільність можуть працювати протилежно, якщо, наприклад, стимулююча монетарна політика посилить фінансову вразливість. Проте результати показують, що шоки монетарної політики, що супроводжуються скороченням, значно зменшують фінансову вразливість, тоді як шоки експансіоністського характеру не мають значного впливу. Ці висновки свідчать про те, що монетарна політика Канади фактично не працює проти фінансової стабільності. Ми виявили, що інновації монетарної політики мають значний вплив на барометр фінансової вразливості. Стимулююча монетарна політика має сильний і значний вплив, зменшуючи фінансову вразливість, тоді як вплив експансійної політики на барометр є лише незначним. Цей висновок свідчить про те, що Банк Канади може проводити монетарну політику з певною впевненістю, що вона матиме мінімальний негативний вплив на фінансову вразливість або взагалі його не матиме. Якщо Банку доведеться боротися з високою інфляцією шляхом підвищення цільової ставки, це одночасно зменшить фінансову вразливість. Якщо інфляція низька, і Банку необхідно підвищити сукупний попит, щоб

перемістити інфляцію до цільового рівня в 2%, йому не потрібно турбуватися про негативний вплив політики на фінансову вразливість [16].

Наразі економічне зростання є основною проблемою для країн у всьому світі через невизначеність економічних та фінансових умов, і цей аспект потребує уваги дослідників. Таким чином, у статті Аділь Маджида Ідана та Західа К. Бадана «Вплив монетарної політики на економічне зростання в країнах Європейського Союзу» (2022) досліджується вплив інструментів монетарної політики, як грошова маса, ставка «репо», обмінний курс та інфляція, на економічне зростання країн Європейського Союзу (ЄС). У статті також використано індустріалізацію як контрольну змінну для прогнозування економічного зростання. У дослідженні були використані вторинні дані центральних банків країн ЄС і показники Світового банку з 2011 по 2020 рік. У дослідженні застосовано статистичну техніку методів моментної квантильної регресії (MMQR), щоб перевірити зв'язок між змінними. Результати показали, що грошова маса, ставка «репо», обмінний курс, інфляція та індустріалізація мають значний і позитивний вплив на економічне зростання країн ЄС. Дослідження надає вказівки для регуляторів щодо встановлення правил щодо покращення економічного зростання з використанням результатів монетарної політики [17].

У роботі «Як монетарна політика впливає на нерівність доходів і багатства? Докази кількісного пом'якшення в Єврозоні» (2024) автори Мікеле Ленца й Іржі Слачалек оцінюють вплив кількісного пом'якшення на доходи та добробут окремих домогосподарств Єврозони. Спочатку було оцінено сукупні наслідки шоку кількісного пом'якшення, визначені за допомогою зовнішніх інструментів, у моделі векторної авторегресії з кількома країнами (VAR) з безробіттям, заробітною платою, валовим операційним надлишком, процентними ставками, цінами на житло та курсами акцій. Потім автори розподілили сукупні ефекти між домогосподарствами, використовуючи скорочену форму моделювання на

мікроданих, яка фіксує структуру портфолію, структуру доходу та канали передачі неоднорідності доходів. Канал неоднорідності доходів є важливим: кількісне пом'якшення стискає розподіл доходів, оскільки багато домогосподарств з нижчими доходами працюють. Навпаки, монетарна політика має лише незначний вплив на коефіцієнт Джині для багатства: у той час як домогосподарства з високим рівнем достатку виграють від вищих цін на акції, домогосподарства із середнім – від вищих цін на житло [18].

Отже, монетарна політика може мати значний вплив на економічний добробут, впливаючи на різні аспекти економіки. Ефективна монетарна політика, яка підтримує цінову стабільність, допомагає зберегти купівельну спроможність населення, зменшує невизначеність і сприяє довірі споживачів та інвесторів. Надійна монетарна політика може допомогти підтримувати фінансову стабільність шляхом управління системними ризиками, забезпечення стійкості банківського сектора та запобігання надмірному ризику, що сприяє загальному економічному добробуту. Підсумовуючи, вплив монетарної політики на економічний добробут залежить від того, наскільки ефективно центральні банки збалансовують свої цілі щодо стабільності цін, повної зайнятості, економічного зростання та фінансової стабільності. Добре розроблена та добре повідомлена монетарна політика може сприяти підвищенню загального економічного добробуту шляхом сприяння сталому та інклюзивному економічному зростанню, підтримці стабільних цін і забезпеченню стійкої фінансової системи.

РОЗДІЛ 2

АНАЛІЗ СУЧАСНИХ ТЕНДЕНЦІЙ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ НІМЕЧЧИНИ, ШВЕЦІЇ ТА ПОЛЬЩІ

2.1. Аналіз сучасних тенденцій монетарної політики Німеччини

Німеччина є частиною Єврозони, і рішення Європейського Центрального Банку (ЄЦБ) щодо монетарної політики, включаючи коригування процентних ставок, впливають на німецьку економіку. Національний банк Німеччини (Deutsche Bundesbank) відіграє певну роль у процесі прийняття рішень ЄЦБ, а також відповідає за національні завдання, такі як нагляд за кредитними установами та управління валютними резервами.

Одним з основних інструментів ЄЦБ є процентні ставки для зони євро, які встановлює Рада керівних органів ЄЦБ. Основними процентними ставками є:

- ставка за депозитами – ставка, яку банки можуть використовувати для розміщення депозитів «овернайт» у Євросистемі;
- ставка рефінансування – ставка за основними операціями з рефінансування, у яких банки можуть щотижня позичати кошти в ЄЦБ, при цьому дана ставка є вищою за ставкою за депозитами;
- ставка за маржинальною кредитною угодою – ставка, за якою ЄЦБ пропонує кредити «овернайт» під заставу, при цьому дана ставка є вищою за ставку рефінансування [19].

На рис 2.1 представлено динаміку основних процентних ставок ЄЦБ. Так, у 2016-2019 рр. ставка рефінансування була встановлена на рівні 0%, а ставка за депозитами була від'ємною. Політика низьких ставок була направлена на стимулювання економічного розвитку та на підвищення рівня інфляції, який у середньому був меншим за цільовий показник у 2%. Проте з 2022 р. ЄЦБ

перейшов до політики підвищення ставок, що було спричинено повномасштабним вторгненням в Україну та нестабільною ситуацією в регіоні, що сприяло значному збільшенню інфляції. Таким чином, у 2023 р. ставка рефінансування збільшилась до 4,50%, а ставки за депозитами та кредитними угодами – до 4,00% та 4,75% відповідно. Завдяки стабілізуванню економіки в регіоні, з 2024 р. ЄЦБ почав поступово зменшувати основні ставки.

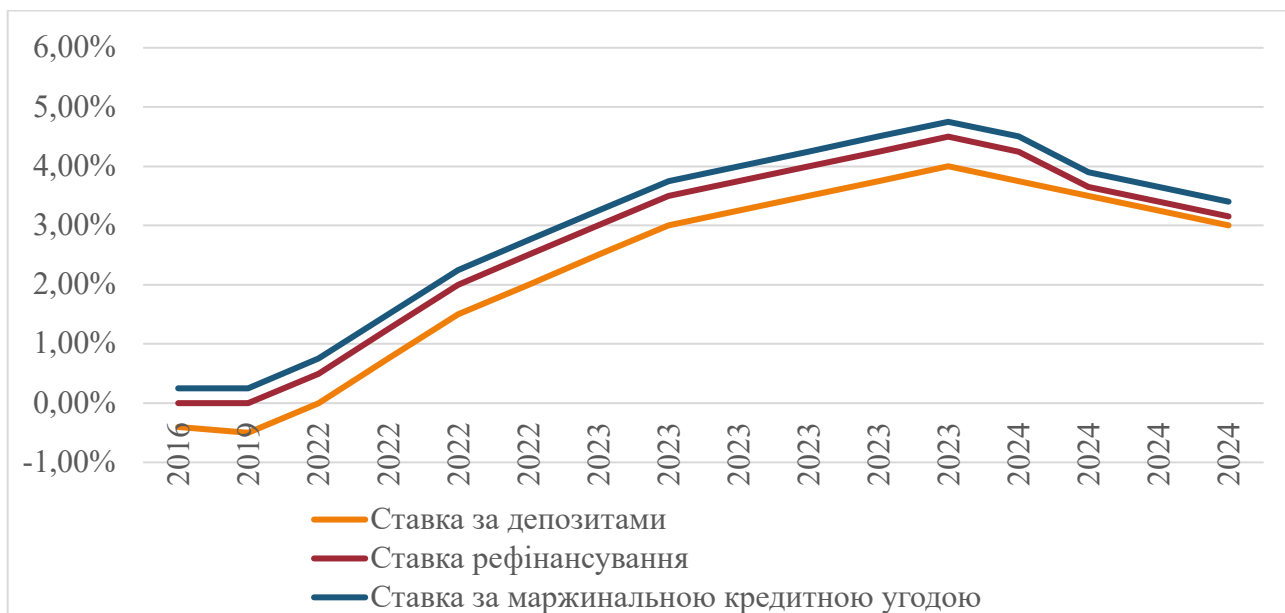


Рис. 2.1. Основні процентні ставки ЄЦБ у 2016-2024 рр. (%)

Джерело: Складено автором на основі [19].

Для досягнення цілей монетарної політики ЄЦБ також використовує операції на відкритому ринку, до яких належать основні операції з рефінансування та довгострокові операції з рефінансування. Основні операції з рефінансування (MROs) мають тижневу періодичність та термін погашення один тиждень [20]. Довгострокові базові тендерні операції з рефінансування (LTROs) проводяться щомісяця та мають тримісячний термін погашення. Метою даних операцій є стабілізація постачання ліквідності та допомога банкам, які активно працюють на грошовому ринку, у забезпеченні безпеки їхніх операцій [21].

У 2019-2022 рр. обсяг MROs зменшився з 36,6 млрд. євро до 1,8 млрд. євро, при цьому обсяг LTROs збільшився з 5,6 трлн. євро до 17,1 трлн. євро (рис. 2.2).

Дана динаміка була спричинена потребою банків у довгостроковій ліквідності та у допомозі для подолання наслідків пандемії та війни в Україні. Зворотну тенденцію можна спостерігати з 2023 р.: обсяг MROs зріс у 3,3 рази, а LTROs – зменшився на 91,4% у період з 2022 р. по 2024 р., що свідчить про меншу потребу банків у довгостроковій допомозі ЄЦБ.

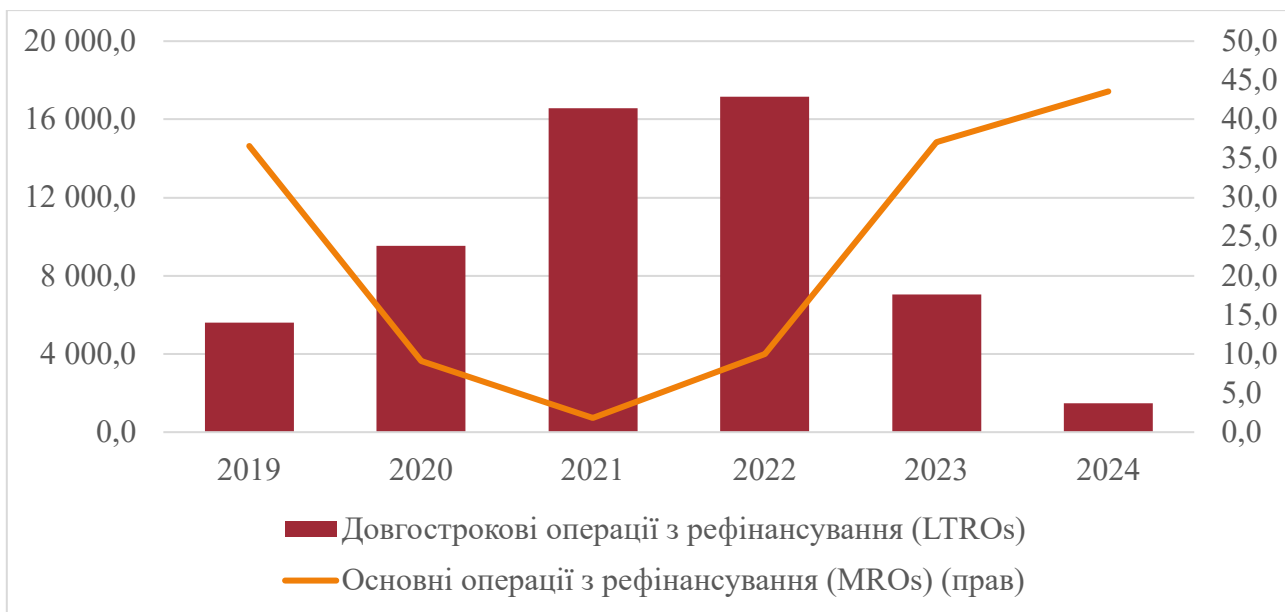


Рис. 2.2. Обсяг основних (MROs) та довгострокових (LTROs) операцій з рефінансування в зоні євро у 2019-2024 рр. (млрд. євро)

Джерело: Складено автором на основі [22, 23].

Валютні резерви, або резерви іноземної валюти, зберігаються центральним банком країни або валютним органом для сприяння міжнародним операціям, підтримки валютної стабільності та вирішення економічних проблем. Ці резерви складаються з іноземної валюти та інших активів, таких як золото. Валютні резерви відіграють вирішальну роль у монетарній політиці, впливаючи на обмінні курси, забезпечуючи фінансовий буфер та підтримуючи міжнародну торгівлю та фінансову стабільність. Вони використовуються для операцій на валютних ринках з метою стабілізації обмінних курсів, підтримки економічної стабільності та забезпечення функціонування міжнародних платежів.

З рис. 2.3 можна побачити, що протягом 2019-2024 рр. обсяг валютних резервів Німеччини щорічно зростає й загалом збільшився з 2,3 трлн. євро до майже 4 трлн. євро, що свідчить про зростання на 75,4%.

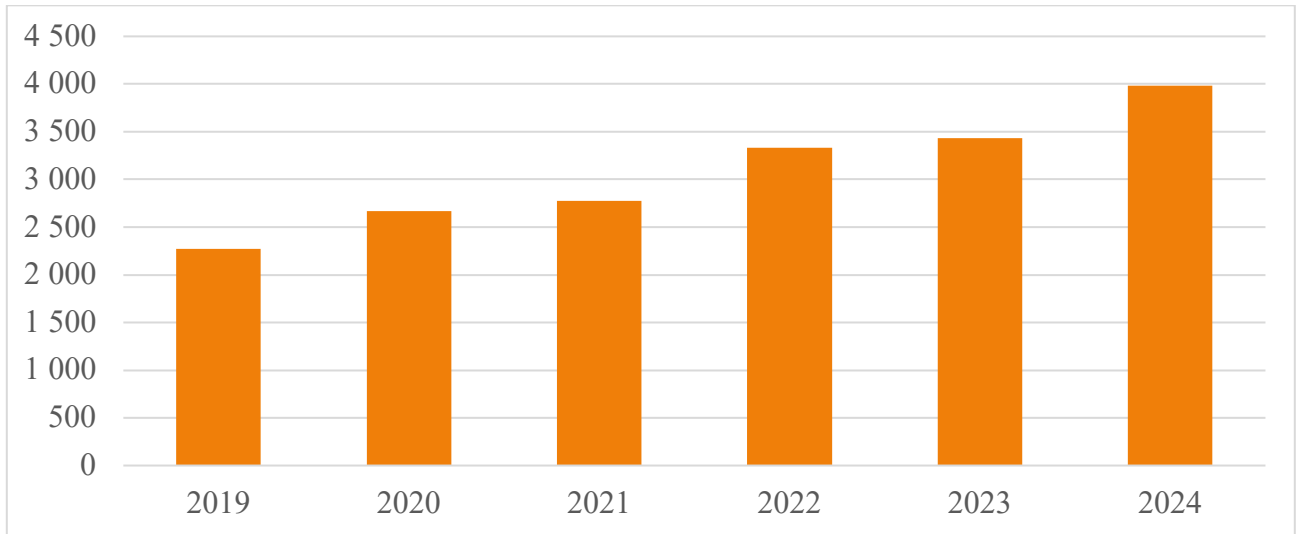


Рис. 2.3. Обсяг валютних резервів Німеччини у 2019-2024 рр. (млрд. євро)
Джерело: Складено автором на основі [24].

На рис. 2.4 представлено зміну обмінного курсу євро до долару США та китайського юаня, оскільки вони є національними валютами країн, з якими зона євро має найбільший обсяг торгівлі. Так, можна побачити певну девальвацію євро у 2022 р. У даний період середній обмінний курс євро до долару США становив 1,05 долару за 1 євро (проти 1,18 у 2021 р.); обмінний курс з китайським юанем впав до 7,3 юаню за 1 євро у порівнянні з 7,6 за попередній рік. Послаблення обмінного курсу євро було обумовлено нестабільною економічною ситуацією в регіоні через повномасштабну війну в Україні. Однак, у наступних роках можна побачити певне покращення обмінного курсу євро. У 2024 р. середній обмінний курс євро до долару США та китайського юаню становив 1,08 та 7,84 відповідно.

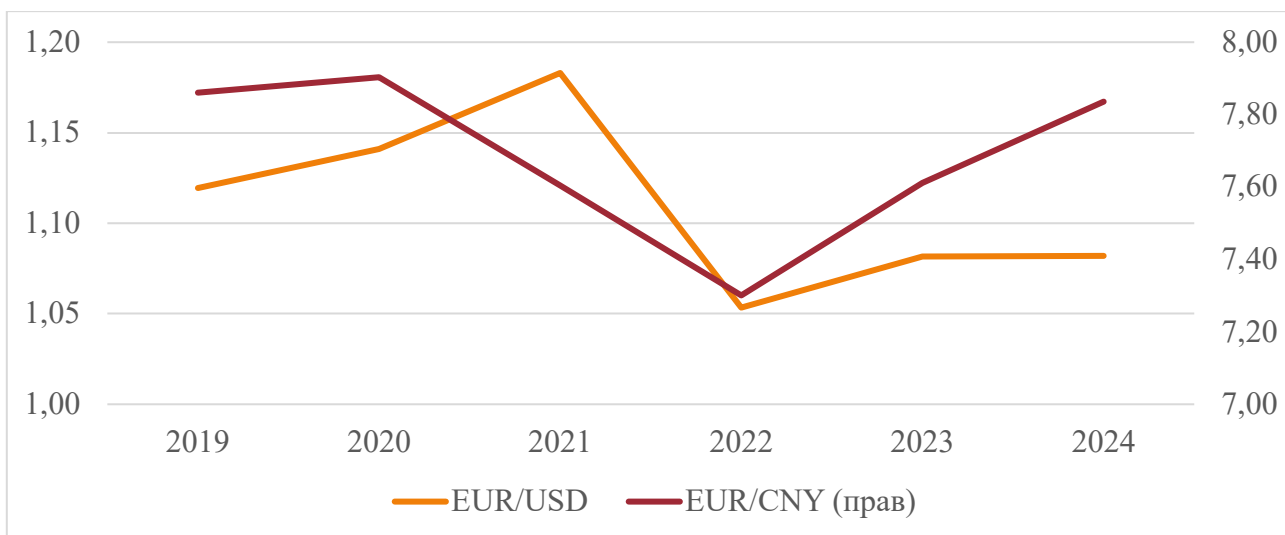


Рис. 2.4. Обмінний курс євро (EUR) до долару США (USD) та китайського юаню (CNY) у 2019-2024 рр.

Джерело: Складено автором на основі [25, 26].

Наступним інструментом монетарної політики ЄЦБ є обов'язкові депозити, які банки мають тримати на рахунках у національних центральних банках. Розмір обов'язкових резервів, які повинна тримати кожна кредитна установа, визначається шляхом помноження її резервної бази на мінімальний коефіцієнт резервування. ЄЦБ застосовує єдиний позитивний мінімальний коефіцієнт резервування, який з 18 січня 2012 року становить 1%, порівняно з 2%, запровадженими 1 січня 1999 року. Резервна база визначається, за низкою винятків, на основі депозитів кредитних установ та випущених боргових цінних паперів. Кожна кредитна установа також повинна відрахувати одноразову суму в розмірі 100 000 євро від суми своїх резервних вимог. Ця надбавка призначена для зменшення адміністративних витрат для кредитних установ з дуже малими обов'язковими мінімальними резервами. До 20 грудня 2022 р. резервні активи кредитних установ нараховувалися за середньою процентною ставкою основних операцій рефінансування протягом відповідного періоду обслуговування резервів. 27 жовтня 2022 р. Рада керівних органів вирішила, що мінімальні резерви будуть нараховуватися за ставкою за депозитами. Рішенням Ради

керівних органів від 27 липня 2023 р. залишки резервів будуть нараховуватися за ставкою 0% з періоду обслуговування, що починається 20 вересня 2023 р. [27].

У періоди структурного дефіциту ліквідності дана система мінімальних резервів допомагає стабілізувати ставки грошового ринку та створює попит на гроші центрального банку в банківському секторі. У періоди негативних процентних ставок у поєднанні з високими надлишковими резервами Євросистема використовувала обов'язкові мінімальні резерви для визначення резервів за дворівневою системою для нарахування надлишкових резервів.

Також ЄЦБ використовує нерегулярні операції на відкритому ринку. Так, під час пандемії коронавірусу у 2020-2021 рр. ЄЦБ проводив спеціальні операції на відкритому ринку задля пом'якшення економічних наслідків пандемії.

PELTRO (pandemic emergency longer-term refinancing operations) – довгострокові операції з рефінансування у зв'язку з пандемією. 30 квітня 2020 р. Рада керівників ЄЦБ вирішила провести серію з семи операцій PELTRO для підтримки ліквідності фінансової системи Євросони та забезпечення стабільних умов на грошовому ринку під час пандемії. 10 грудня 2020 р. було запропоновано серію з чотирьох додаткових операцій PELTRO у 2021 р., які слугуватимуть резервним механізмом ліквідності для збереження безперебійного функціонування грошового ринку [28].

PEPP (pandemic emergency purchase programme) – програма екстреного викупу активів у зв'язку з пандемією. 18 березня 2020 р. Рада керівників оголосила про PEPP з початковим пакетом у 750 мільярдів євро та вирішила збільшити цей пакет на 600 мільярдів євро 4 червня 2020 р. й на 500 мільярдів євро 10 грудня 2020 р. до нової загальної суми в 1,85 трильйонів євро. 16 грудня 2021 р. було вирішено припинити чисту купівлю активів у рамках PEPP наприкінці березня 2022 р. та реінвестувати основну суму у цінні папери. 14 грудня 2023 р. Рада керівників оголосила про свій намір продовжувати повністю

реінвестувати основну суму та скорочувати портфель РЕЕР в середньому на 7,5 млрд євро на місяць протягом другої половини року. Водночас було оголошено про намір припинити реінвестування в рамках РЕЕР наприкінці 2024 р. [28].

Важливими нерегулярними операціями на відкритому ринку є програма купівлі активів (Asset purchase programme, APP). Програма була розпочата як частина пакету нестандартних заходів монетарної політики, і яка була започаткована в середині 2014 р. для підтримки монетарної політики та забезпечення цінової стабільності. Протягом декількох років було прийнято кілька рішень щодо перекалібрування темпів купівлі та реінвестування. Останнє перекалібрування відбулось 15 червня 2023 р., коли Рада керівників оголосила про припинення реінвестування в рамках APP з липня 2023 р.. Очікується, що надалі портфель зменшуватиметься за темпами досягнення терміну погашення активів, якщо не буде вирішено використовувати даний інструмент для управління монетарною політикою ЄЦБ надалі [29]. Програма купівлі активів включає в себе 4 компоненти:

- програма купівлі цінних паперів, забезпечених активами (ABSPP);
- програма купівлі покритих облігацій 3 (CBPP 3);
- програма купівлі активів корпоративного сектору (CSPP);
- програма купівлі активів державного сектору (PSPP).

З рис. 2.5 можна побачити, що найбільшу частку у обсягу сукупних чистих покупок за APP мали активи державного сектору – в середньому 80,2%. Схожою було частка покритих облігацій та активів корпоративного сектору – 9,7% та 9,4% відповідно. Найменшу частку мали цінні папери, забезпечені активами, – 0,8% в середньому. Валовий обсяг сукупних чистих покупок збільшився на 26,2% у 2019-2022 рр. до 38,8 трлн. євро. У наступних роках даний показник зменшився на 12,5% до 33,9 трлн. євро станом на кінець 2024 р. Зменшення було обумовлено відмовою від купівлі активів та поступовим припиненням реінвестування.

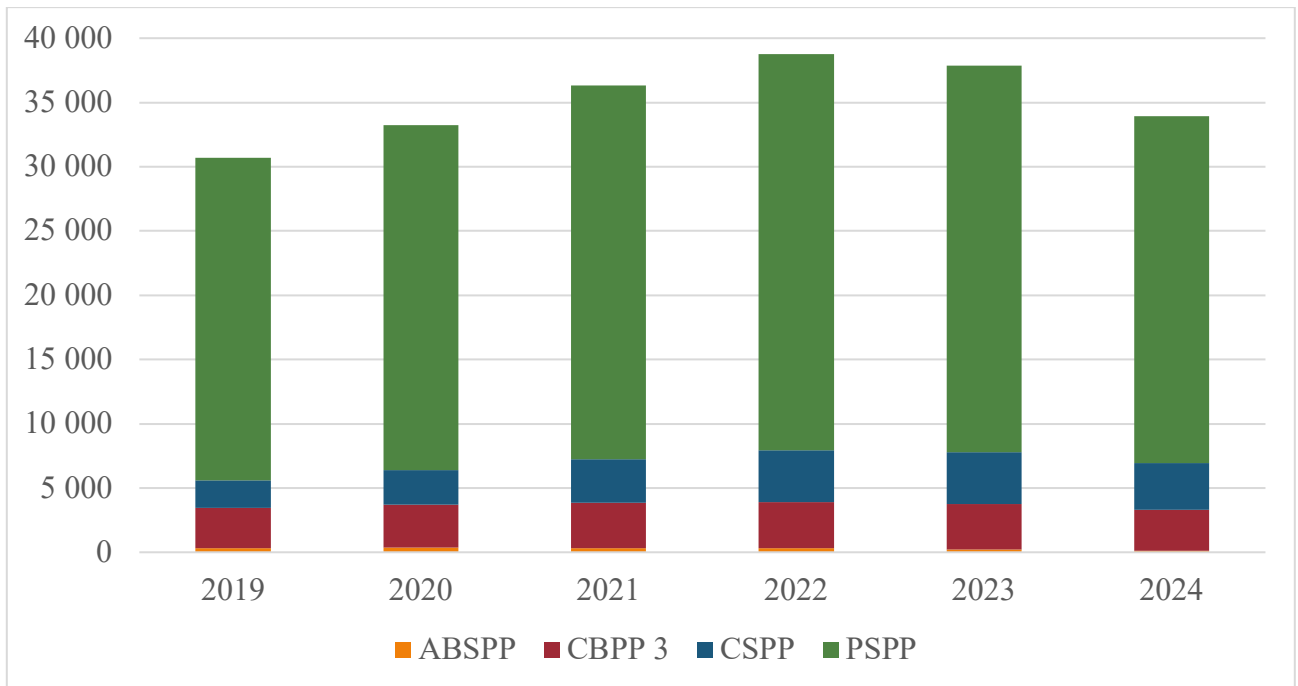


Рис. 2.5. Обсяг сукупних чистих покупок за APP (млн. євро), за програмою у 2019-2024 рр.

Джерело: Складено автором на основі [29].

Німеччина дотримується цілі інфляції на рівні 2%. У 2019 р. та 2020 р. даний показник був меншим за встановлену ціль і становив 1,45% та 0,14% відповідно (рис. 2.6). Занизький рівень інфляції у 2020 р. був наслідком декількох факторів, як криза пандемії, зменшення споживчих витрат, падіння цін на енергоносії та слабке економічне зростання. Значне зростання інфляції можна спостерігати у 2022 р., коли даний показник склав 6,87%, більшою мірою через нестабільну економічну ситуацію, спричинену війною в Україні і, як наслідок, зростанням цін на енергоносії та продукти харчування. У наступних роках можна було побачити стабілізацію зростання рівня цін завдяки стримуючій монетарній політиці.

Таким чином, рівень інфляції в Німеччині становив 2,3% у 2024 р., що є наближеним показником до цільового рівню.

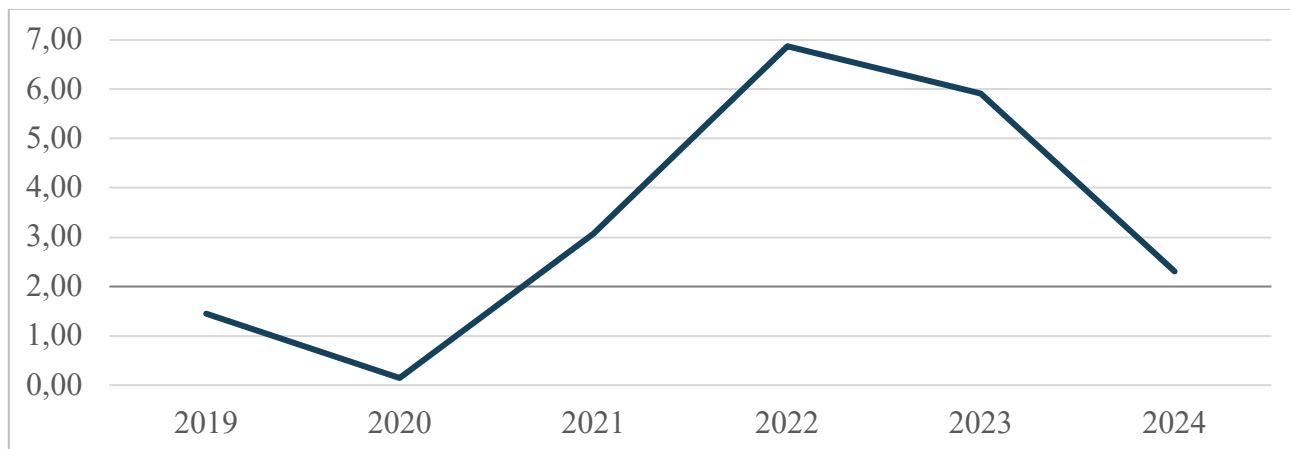


Рис. 2.6. Рівень інфляції у Німеччині (%) у 2019-2024 рр.

Джерело: Складено автором на основі [30].

На рис 2.7 представлено обсяг грошової маси в Німеччині та її співвідношення до ВВП країни та до загального обсягу грошової маси в зоні євро.

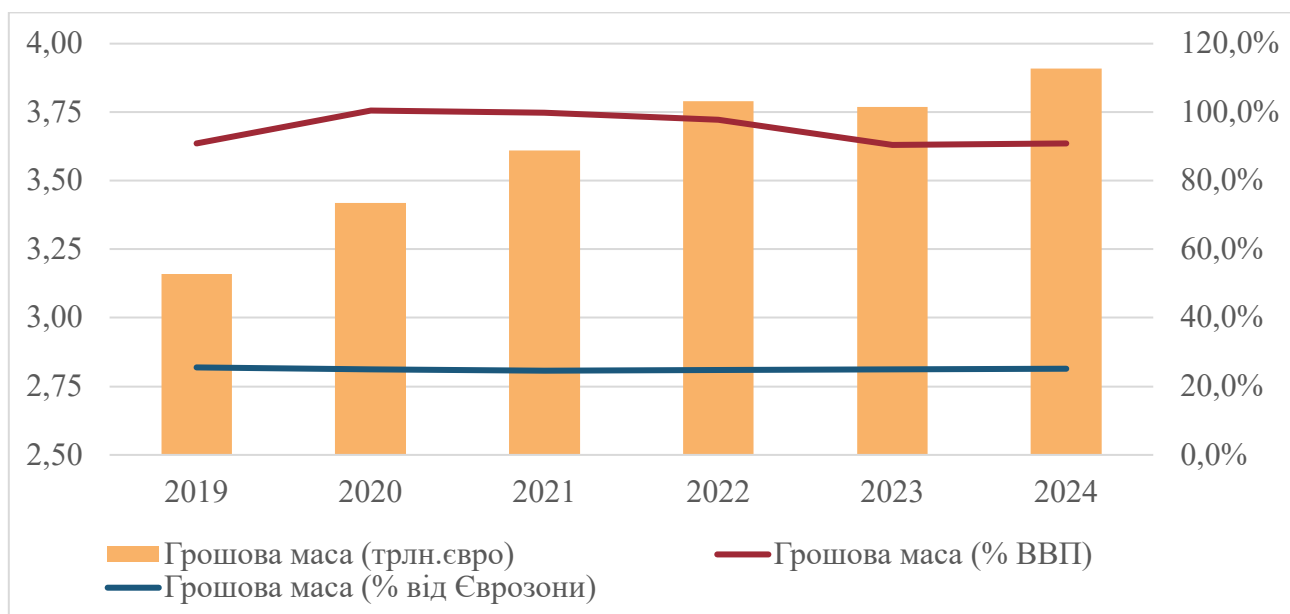


Рис. 2.7. Обсяг грошової маси у Німеччині (трлн. євро) та співвідношення до ВВП Німеччини (%) й до грошової маси Єврозони (%) у 2019-2024 рр.

Джерело: Складено автором на основі [31, 32].

Загальний обсяг грошової маси в Німеччині збільшився на 23,7% з 3,16 трлн. євро до 3,91 трлн. євро у 2019-2024 рр. Даний показник здебільшого зростає

за винятком 2023 р., коли обсяг грошової маси зменшився на 0,5% через стримуючу монетарну політику, направлену на стримування інфляції. У співвідношення до ВВП країни грошова маса зазнала зростання до 100,5% у 2020 р. (проти 91% у 2019 р.), що було наслідком заходів, направлених на збільшення ліквідності в економіці та підвищення зростання цін при менших темпах зростання ВВП. Надалі даний показник почав зменшуватись, і станом на 2024 р. грошова маса Німеччини склала 90,8% від ВВП. У співвідношенні до загальної грошової маси Євросони, грошова маса Німеччини не зазначала значних коливань і в середньому становила 25%.

Отже, монетарна політика в Німеччині формується ЄЦБ. В останні роки економіка країни зазнала значних викликів, спричинених невизначеністю через кризу пандемії та війну в Україні. Так, у 2020 р. у відповідь на пандемію ЄЦБ запустив додаткові програми купівлі активів задля підтримки економіки та сприятливих умов фінансування для банків. З 2022 р. ЄЦБ змінив політику щодо процентних ставок вперше з 2016 р. підвищивши ставку рефінансування з 0% для подолання значного рівня інфляції, спричиненої війною в Україні та підвищенням цін на енергоносії. Загалом, протягом останніх років можна спостерігати значні зміни в монетарній політиці регіону від більш агресивної стимулюючої політики до обережної стримуючої політики на тлі економічного спаду та невизначеності.

2.2. Аналіз сучасних тенденцій монетарної політики Швеції

Монетарну політику Швеції проводить Національний банк Швеції – Ріксбанк (Sveriges Riksbank). Ріксбанк працює незалежно та прагне підтримувати цінову стабільність та стале економічне зростання, а також сприяти фінансовій

стабільності в Швеції. Основним інструментом монетарної політики Швеції є процентні ставки. Розглянемо 4 основні ставки Ріксбанку:

- облікова ставка – це процентна ставка, за якою банки можуть позичати кошти або розміщувати їх у Ріксбанку протягом 7 днів;
- ставка за депозитами – це процентна ставка, яку банки отримують, коли вони розміщують кошти на своїх рахунках у Ріксбанку «овернайт»;
- кредитна ставка – це процентна ставка, яку банки сплачують, коли вони позичають кошти у Ріксбанку «овернайт»;
- ставка за кредитною лінією – це процентна ставка за кредитуванням, яке Ріксбанк пропонує банкам у рамках додаткової ліквідної лінії [33].

На рис 2.8 представлено динаміку процентних ставок Ріксбанку у 2016-2024 рр. У 2016-2019 рр. облікова ставка та ставка за депозитами були встановлені нижче нуля. Швеція була однією з перших країн, які ввели від'ємні процентні ставки. Дана політика була направлена на стимулювання економіки шляхом надання дешевого кредитування та роблячи депозити не вигідними задля заохочення інвестування.

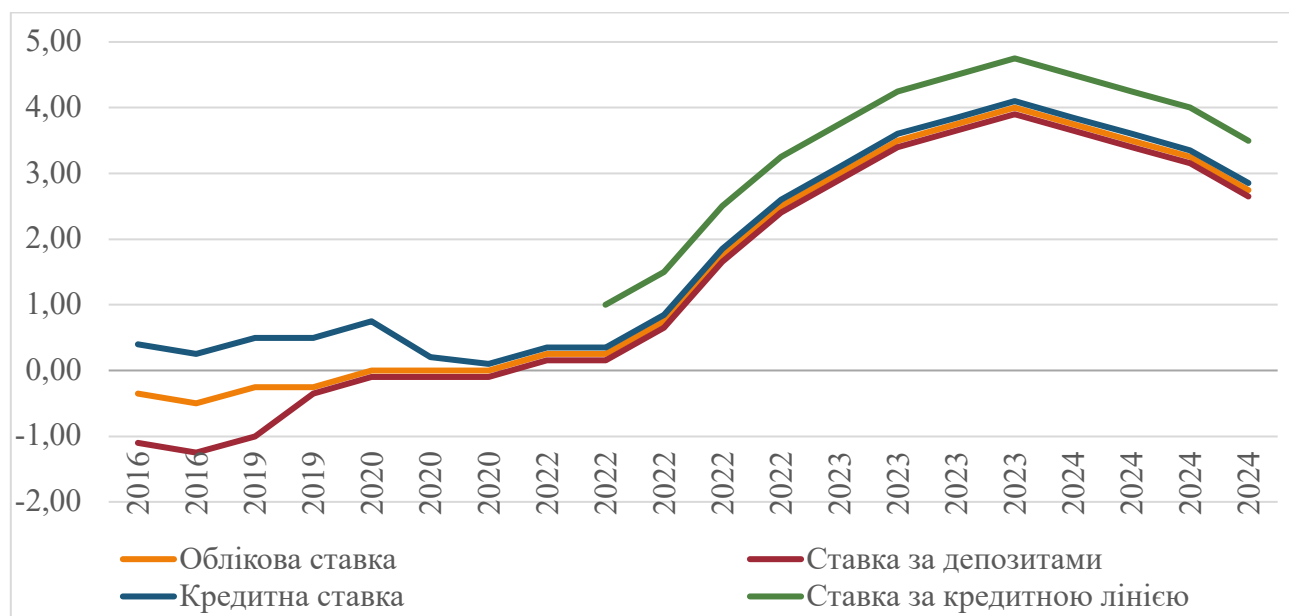


Рис. 2.8. Процентні ставки Ріксбанку (%) у 2019-2024 рр.

Джерело: Складено автором на основі [33].

У 2020 р. дані ставки були підвищені, а кредитна ставка була зменшена з метою покращення банківської ліквідності. Значні зміни можна було спостерігати з 2022 р. Як і ЄЦБ, через нестабільну економічну ситуацію в Європі Ріксбанк почав поступово підвищувати процентні ставки в рамках стримуючої монетарної політики. Окрім того, Ріксбанк також запровадив нову процентну ставку – ставку за кредитною лінією. З кінця 2023 р. Ріксбанк змінив направлення монетарної політики та почав поступово зменшувати процентні ставки. Так, станом на кінець 2024 р. облікова ставка Ріксбанку становила 2,75%.

Ріксбанк має два основні типи інструментів в операційній системі для реалізації монетарної політики – постійні кредитні лінії та операції на відкритому ринку. Основна відмінність між ними полягає в тому, що постійні кредитні лінії використовуються з ініціативи контрагентів з монетарної політики, тоді як операції на відкритому ринку пропонуються з ініціативи Ріксбанку.

Ріксбанк пропонує як постійну кредитну лінію, за якою контрагенти сплачують поточну облікову ставку з надбавкою 0,10 процентного пункту, так і додаткову ліквідну лінію, де надбавка становить 0,75 процентного пункту. Управління обома кредитними лініями автоматизоване. Якщо контрагент з монетарної політики має дефіцит у системі RIX наприкінці дня, це інтерпретується як запит на позику спочатку за постійною кредитною лінією, а потім за додатковою ліквідною лінією. Щоб позичити кошти у Ріксбанку за кредитною лінією, контрагент повинен надати високоякісну заставу у формі державних облігацій або еквівалента. Постійна депозитна лінія та постійна кредитна лінія разом утворюють вузький та симетричний коридор. Ця коридорна система означає, що контрагенти з монетарної політики мають стимул балансувати свою ліквідність між собою за процентними ставками, які не відхиляються більш ніж на 0,10 процентного пункту від облікової ставки. Додаткова ліквідна лінія є формою страхування ліквідності для контрагентів з

монетарної політики, оскільки вона гарантує, що контрагенти з монетарної політики завжди мають доступ до короткострокової ліквідності [34].

До операцій на відкритому ринку відносяться транзакції Ріксбанку, спрямовані на досягнення цілей монетарної політики та на здійснення впливу на ліквідність банківської системи. Серед операцій, які спрямовані на тимчасовий вплив на ліквідність, відзначають випуск дисконтних цінних паперів (сертифікати Ріксбанку), операції репо, фіксовані депозити, валютні свопи. Серед операцій, які спрямовані на довгостроковий вплив на ліквідність, варто відзначити купівлю та продаж цінних паперів та іноземної валюти [34].

У випадку надлишкової ліквідності, Ріксбанк випускає цінні папери – сертифікати Ріксбанку. Данні сертифікати мають короткий термін погашення, зазвичай 7 днів, і випускаються раз на тиждень. Коли контрагенти з монетарної політики інвестують у дані сертифікати, Ріксбанк позичає ліквідність у банківської системи за процентною ставкою, що відповідає обліковій ставці. Під час кожного випуску Ріксбанк зазвичай пропонує обсяг сертифікатів, який відповідає найнижчому прогнозованому профіциту ліквідності банківської системи протягом терміну погашення сертифіката. Якщо сукупний попит контрагентів на сертифікати Ріксбанку перевищує запропонований обсяг, кожен контрагент отримає відсоток від своєї заявки. Цей відсоток визначається на основі співвідношення між попитом та пропозицією на сертифікати [35].

З 2019 р. по 2022 р. обсяг пропозиції сертифікації значно збільшився: з 21,4 трлн. крон до 151,9 трлн. крон (рис. 2.9). При цьому зростання обсягу попиту на даний актив становило лише 10,8 трлн. крон, що призвело до співвідношення пропозиції до попиту на рівні 19,8% у 2022 р. (проти 89,8% у 2019 р.). Значний обсяг пропозиції був обумовлений спробою Ріксбанку зменшити надлишкові ліквідність у банківській сфері. У наступних роках простежувалось збільшення

попиту на сертифікати Ріксбанку й значне зменшення їх пропозиції, а їх співвідношення к 2024 р. становило 100%.

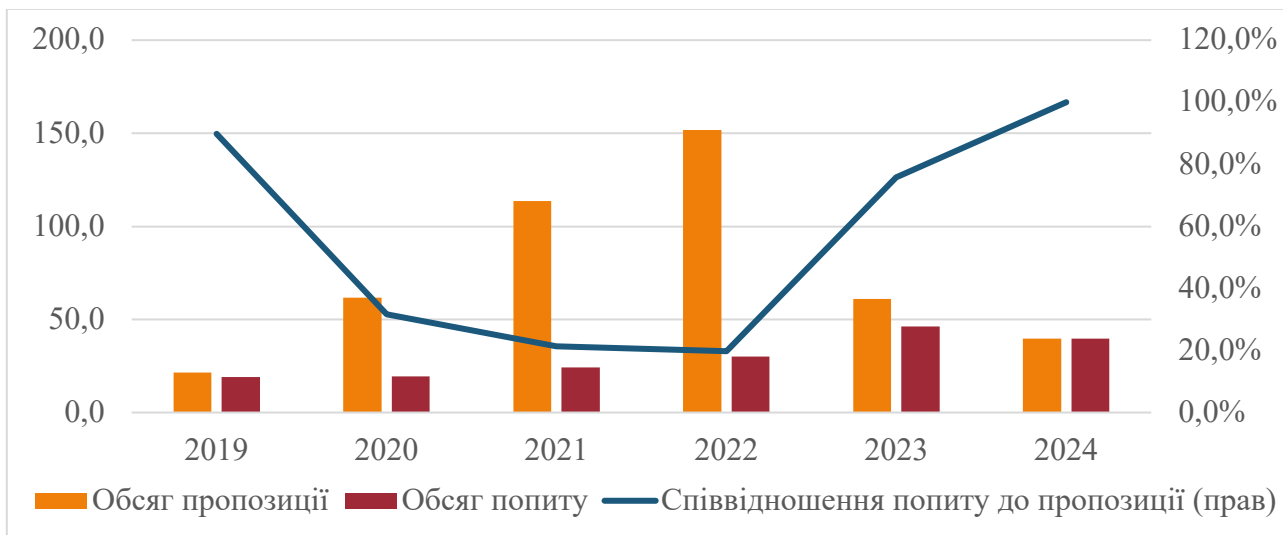


Рис. 2.9. Обсяги пропозиції та попиту на сертифікати Ріксбанку (трлн. крон) та їх співвідношення (%) у 2019-2024 рр.

Джерело: Складено автором на основі [36].

У випадку дефіциту ліквідності у банківській системі, Ріксбанк може запровадити операції з репо на відкритому ринку. При даних операціях Ріксбанк підвищує ліквідність банківської системи, купуючи цінні папери у своїх контрагентів і одночасно погоджуючись продати їх назад у майбутньому, зазвичай за тиждень. Репо з монетарної політики здійснюється за процентною ставкою, що відповідає обліковій ставці [37]. Проте, оскільки тривалий час банківська система має надлишок ліквідності, операції на відкритому ринку в останні роки спрямовані лише на зменшення ліквідності. Таким чином, Ріксбанк не проводив жодних операцій репо з монетарної політики з 2008 р.

Ринкові операції Ріксбанку також можуть впливати на баланс між попитом і пропозицією на різні цінні папери. У лютому 2015 р. Ріксбанк почав купувати державні облігації, щоб зробити монетарну політику більш експансіоністською. Щоб пом'якшити наслідки пандемії для шведської економіки, Ріксбанк розширив свої покупки активів з березня 2020 р. до грудня 2021 р. Після закінчення

розширеної програми покупок Ріксбанк проводив покупки у 2022 р., щоб компенсувати погашення цінних паперів. З січня 2023 р. покупки повністю припинилися, а в лютому того ж року Ріксбанк вирішив розпочати продаж державних облігацій. З того часу темпи продажів двічі коригувалися в бік збільшення. Як наслідок, обсяг державних облігацій, що належать Ріксбанку, зараз зменшується як через погашення облігацій, так і через продажі [38].

На рис. 2.10 представлено загальну суму державних облігацій, що зберігаються в Ріксбанку. Ця сума – це чиста сума державних облігацій, тобто загальна сума придбаних облігацій мінус облігації, що були погашені та продані. З динаміки даного показника можна побачити зростання обсягів облігацій у володінні Ріксбанку протягом квітня 2019 р. – листопада 2020 р. та січня 2021 р. – травня 2022 р., коли їх обсяг склав 404,7 млрд. крон. Дане збільшення було обумовлено спробою Ріксбанку зменшити надлишкову банківську ліквідність. Надалі необхідність в цьому зменшилась, що вплинуло на падіння обсягів державних облігацій у володінні Ріксбанку, які наприкінці 2024 р. склали 190,3 млрд. крон, що є найнижчим показником протягом проаналізованого періоду.

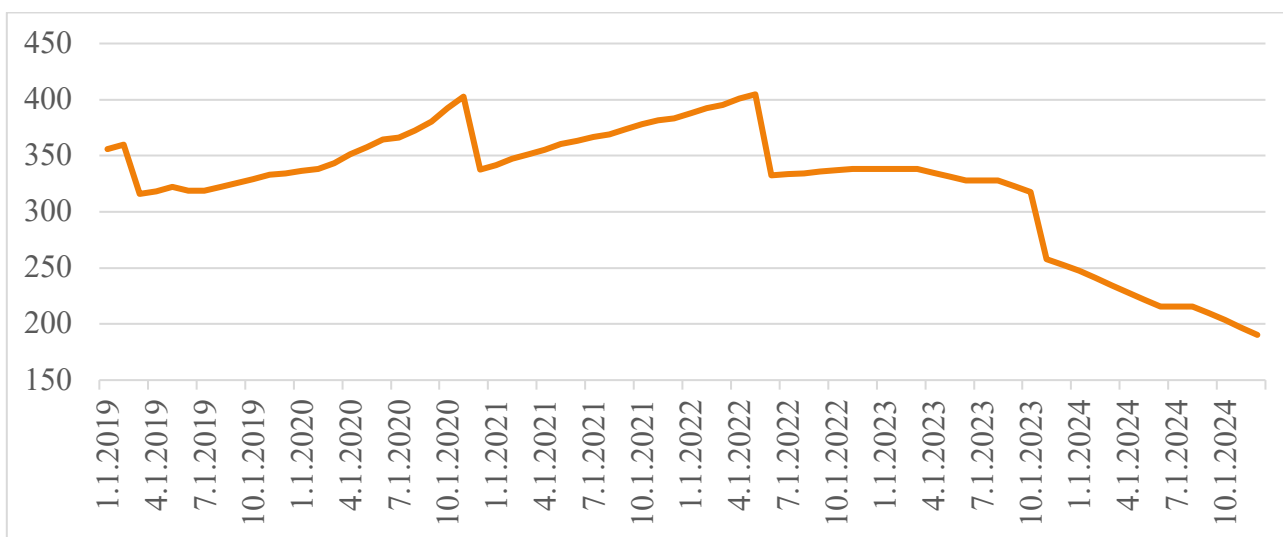


Рис. 2.10. Обсяги державних облігацій у володінні Ріксбанку (млрд. крон) у 2019-2024 рр.

Джерело: Складено автором на основі [38].

Окрім державних облігацій, Ріксбанк також займався купівлею інших цінних паперів. Збільшення обсягу купівлі цінних паперів з 338,4 млрд. крон на початку 2020 р. до 971,8 млрд. крон у травні 2022 р. (рис. 2.11) було спричинено кризою пандемії та війною в Україні та було направлено на подолання наслідків даної кризи у банківському секторі. З 2023 р. Ріксбанк більше не здійснює купівлю цінних паперів, а продажі розпочалися у квітні 2023 р. Таким чином обсяг цінних паперів у володінні Ріксбанку зменшився до 433,9 млрд. крон. У розрізі за видами цінних паперів найбільшу частку займали державні та покриті облігації, частка яких наприкінці 2024 р. становила 43,9% та 39,6% відповідно. При цьому на початку 2020 р. державні облігації становили переважну більшість портфелю, проте надалі Ріксбанк значно збільшив купівлю покритих облігацій. Частка муніципальних облігацій збільшилась до 15% в середньому, питома вага інших цінних паперів сумарно складала менше 3% у середньому.

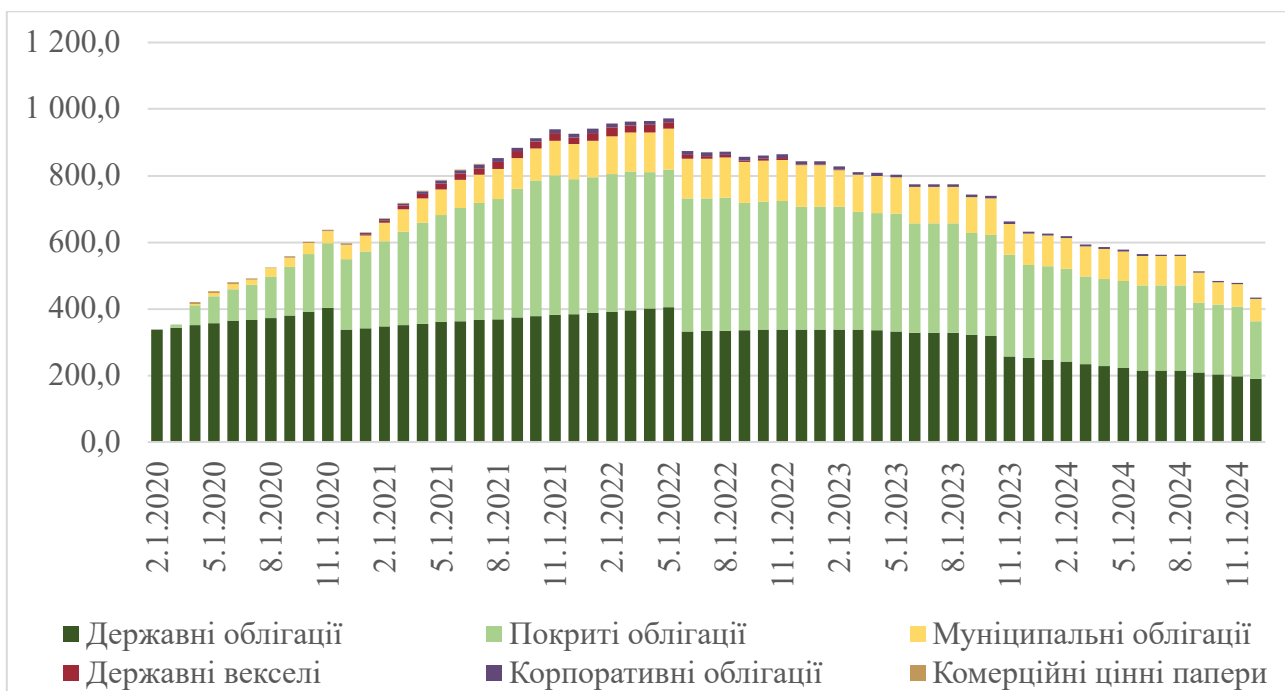


Рис. 2.11. Обсяги цінних паперів у володінні Ріксбанку (млрд. крон) у 2020-2024 рр.

Джерело: Складено автором на основі [39].

Ріксбанк, як і більшість інших центральних банків, має золотовалютні резерви, основна мета яких забезпечити, щоб Ріксбанк міг здійснювати монетарну політику та підтримувати фінансову стабільність. Золотовалютні резерви використовуються для надання тимчасової підтримки ліквідності в іноземній валюті банкам, що працюють у Швеції, для втручання на валютному ринку та для виконання зобов'язань Швеції в міжнародній торговельній системі [40]. Таким чином, валютні резерви складаються переважно з активів у валютах, які можуть бути необхідними для забезпечення підтримки ліквідності в іноземній валюті, та активів, які можна швидко конвертувати в готівку, головним чином державних облігацій у доларах США та євро.

Обсяг валютного резерву загалом зменшився з 541 млрд. крон на початку 2019 р. до 460 млрд. крон у лютому 2021 р., що було пов'язано з витратами Ріксбанку на підтримку національної валюти та забезпечення міжнародних зобов'язань під час кризи пандемії (рис. 2.12). Надалі Ріксбанк значно збільшив свої валютні резерви, які оцінювались у 701 млрд. крон наприкінці 2024 р. Дані зростання було спричинено переходом Ріксбанку до повного самофінансування своїх валютних резервів з 2021 р. Це означає, що Ріксбанк більше не покладатиметься на валютні позики для фінансування своїх резервів, а натомість покриватиме їх за рахунок власних активів та доходів.



Рис. 2.12. Обсяги валютного резерву Ріксбанку (млрд. крон) у 2019-2024 рр.

Джерело: Складено автором на основі [41].

На рис. 2.13 представлено динаміку обмінного курсу шведської крони до долару США та євро. У 2019 р. середній обмінний курс крони до долару США становив 9,46 крон до долар США. У наступних роках крона зміцнішала, і у 2021 р. її обмінний курс до долару склав 8,58. За даний період обмінний курс крони до євро зміцнішав з 10,53 до 10,15. Протягом 2022-2024 рр. можна спостерігати певну девальвацію шведської національної валюти. Так, обмінний курс до долару США впав до 10,57, а до євро – до 11,44. Дане падіння було пов'язано з нестабільною економічною ситуацією внаслідок війни в Україні, що вплинуло й на зменшення попиту на шведську крону й збільшення потоків капіталу в такі валюти як долар США та євро.

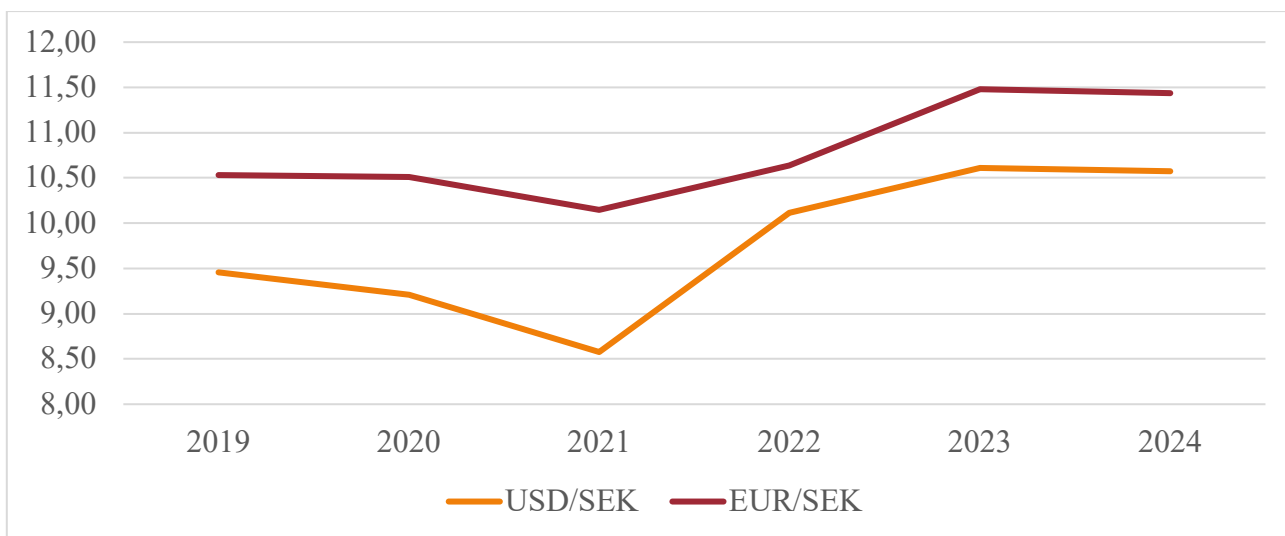


Рис. 2.13. Обмінний курс шведської крони (SEK) до долару США (USD) та євро (EUR) у 2019-2024 рр.

Джерело: Складено автором на основі [42, 43].

На рис. 2.14 представлено динаміку рівня інфляції в Швеції протягом 2019-2024 рр. Протягом 2019-2021 рр. рівень інфляції був наближеним до цільового рівня 2% за винятком 2020 р., коли інфляція становила лише 0,5%, що було наслідком сповільнення економічного зростання внаслідок пандемії. Однак, у 2022-2023 рр. рівень інфляції в Швеції в середньому становив 8,46%, що було зависоким рівнем зростання цін для країни і що було спричинено

повномасштабним вторгнення в Україну. Надалі шведському уряду вдалось врегулювати зростання цін, і інфляція впала до 2,84% у 2024 р.

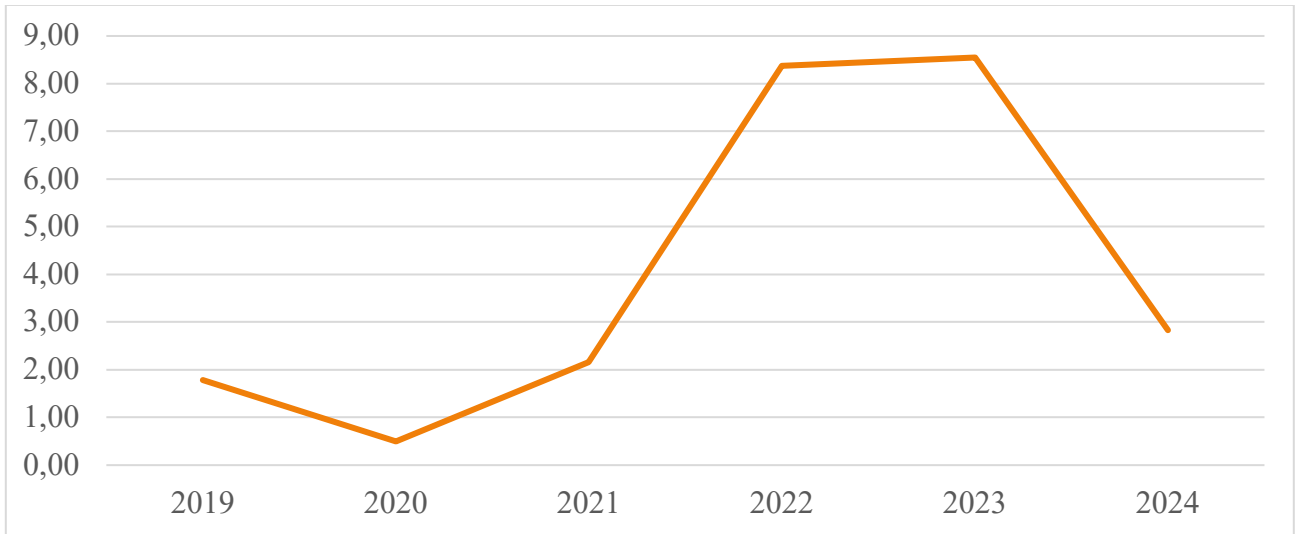


Рис. 2.14. Рівень інфляції у Швеції (%) у 2019-2024 рр.

Джерело: Складено автором на основі [30].

Обсяг грошової маси в Швеції збільшився з 3,7 трлн. крон у 2019 р. до 5,4 трлн. крон у 2024 р., що свідчить про зростання на 46,4% (рис. 2.15).



Рис. 2.15. Номінальний обсяг грошової маси Швеції (млрд. крон) та у відношенні до ВВП (%) у 2019-2024 рр.

Джерело: Складено автором на основі [44].

У співвідношенні до ВВП грошова маса Швеції склала 73,6% у 2019 р. та зросла до 88,3% від ВВП у 2021. Дане зростання було спричинено надмірною ліквідністю банківської системи в країні та значними темпами зростання грошової маси в 2019-2021 рр. Завдяки політиці Ріксбанку, направленої на зменшення ліквідності, у 2022 р. можна було спостерігати падіння даного співвідношення. Станом на 2024 р. грошова маса Швеції оцінювалась у 84,1% від ВВП країни.

Отже, монетарна політика в Швеції встановлюється Ріксбанком, який є національним банком країни, оскільки Швеція не є членом зони євро. В останні роки монетарна політика Швеції, як і Єврозони, зіштовхнулася зі значною невизначеністю через зовнішні фактори, що призвело до більш адаптивним мір при виборі стратегії монетарної політики. Так, з 2020 р. Ріксбанк відмовився від політик негативних ставок, а криза пандемії спонукала до вжиття таких заходів як значне збільшення обсягів купівлі активів Ріксбанком. Збільшення купівлі активів та цінних паперів протягом 2020-2022 рр. було направлено на вилучення надмірної ліквідності з банківського сектору, про що свідчило зависоке співвідношення грошової маси країни до її ВВП у 2020-2021 рр. У 2023-2024 рр. через зменшення темпів інфляції та стабілізацію економічного середовища, Ріксбанк ініціював серію знижень процентних ставок та зупинив програми купівлі цінних паперів.

2.3. Аналіз сучасних тенденцій монетарної політики Польщі

Монетарну політику Польщі контролює Національний банк Польщі (НБП), який є центральним банком країни. НБП відповідає за розробку та реалізацію монетарної політики для досягнення цінової стабільності, підтримки сталого економічного зростання та стабільності фінансової системи.

Рада з монетарної політики прагне досягти цінової стабільності, використовуючи стратегію таргетування інфляції. З 2004 року метою монетарної політики є утримання інфляції на рівні 2,5% із симетричним діапазоном відхилень +/-1 процентний пункт у середньостроковій перспективі.

Процентні ставки НБП є ключовим інструментом монетарної політики. Інструменти монетарної політики також включають, зокрема: операції на відкритому ринку, систему обов'язкових резервів та постійні кредитні лінії.

Розглянемо процентні ставки НБП:

- базова ставка (або ставка рефінансування) – це основна облікова ставка, яка впливає на короткострокові ставки грошового ринку та, своєю чергою, на ставки комерційних банків за кредитами та депозитами;
- ломбардна ставка – це ставка за кредитами «овернайт»;
- редисконтна ставка – це ставка за дисконтним кредитом за векселями;
- депозитна ставка – це ставка за депозитами «овернайт»;
- дисконтна ставка – ставка за векселем, яка застосовується, коли вексель продається або дисконтується до дати його погашення [45].

На рис. 2.16 представлено динаміку процентних ставок НБП у 2019-2024 рр. З даного графіку можна побачити зниження процентних ставок з березня 2020 р., що було зроблено у відповідь на кризу пандемії, яка значно сповільнила економічний розвиток в країні. Зростання процентних ставок почалось з 2022 р. через значну інфляцію та нестабільне економічне становище спричинене війною в Україні. Однак, оскільки з 2023 р. економічна ситуація почала стабілізуватись, НБП прийняв рішення про поступове зниження ставок. Схожа динаміка також простежувалась у ЄЦБ та Національного банку Швеції. Варто відзначити, що з 2020 р. НБП ввів дисконтні ставки за векселями, які використовуються для визначення суми, яку власник векселю отримує про продажу або дисконтуванні векселю до його погашення.

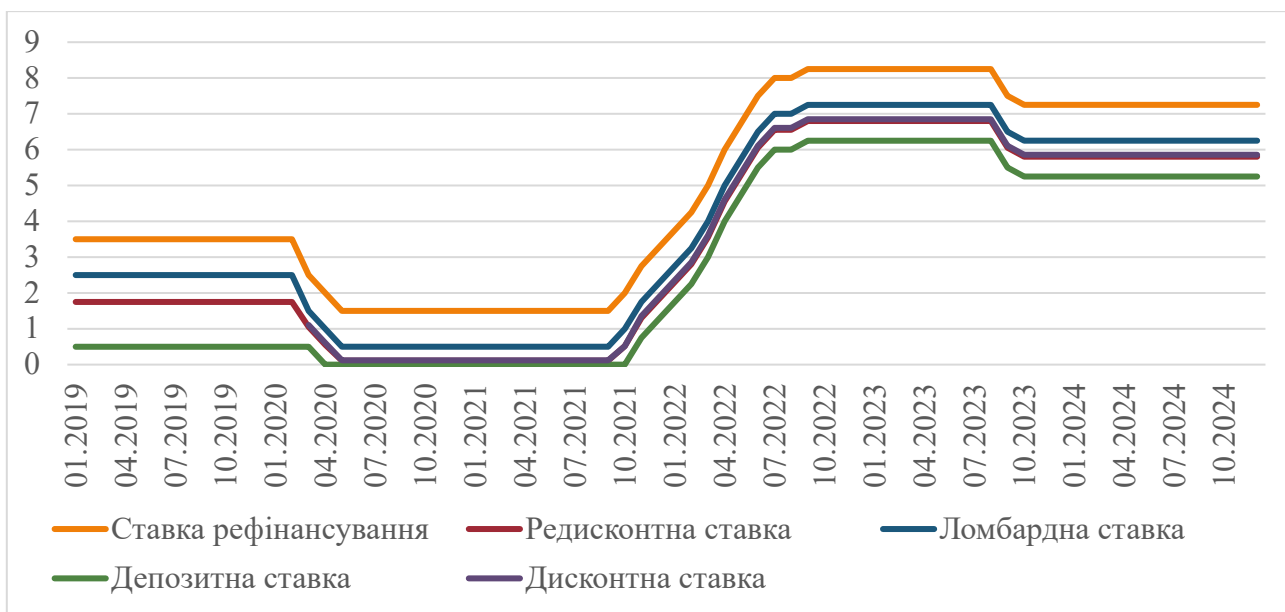


Рис. 2.16. Процентні ставки Національного банку Польщі (%) у 2019-2024 рр.

Джерело: Складено автором на основі [45].

НБП може коригувати норму обов'язкових резервів, яка являє собою відсоток депозитів, які банки зобов'язані тримати в резерві в центральному банку або у власних сховищах.

Резервні вимоги на кошти, що зберігаються на банківських рахунках та що були отримані від випуску цінних паперів, зменшилися з 3,5% у 2019 р. до 0,5% у 2020 р., а надалі зросли знову до 3,5% у 2022 р. Процентна ставка за резервними вимогами після зменшення до 0,1% у 2020 р. надалі була поступово збільшена до 6,75% у 2022 р. У 2023 р. дана ставка була зменшена до 5,75%. Динаміка даних показників схожа з динамікою зміни процентних ставок НБП, що є наслідком глобальних викликів у 2020-2021 рр. та 2022-2024 рр.

Однак резервні вимоги на кошти, отримані від операцій репо та перекупу цінних паперів, а також на кошти отримані щонайменше на 2 роки, залишались на рівні 0% протягом проаналізованого періоду.

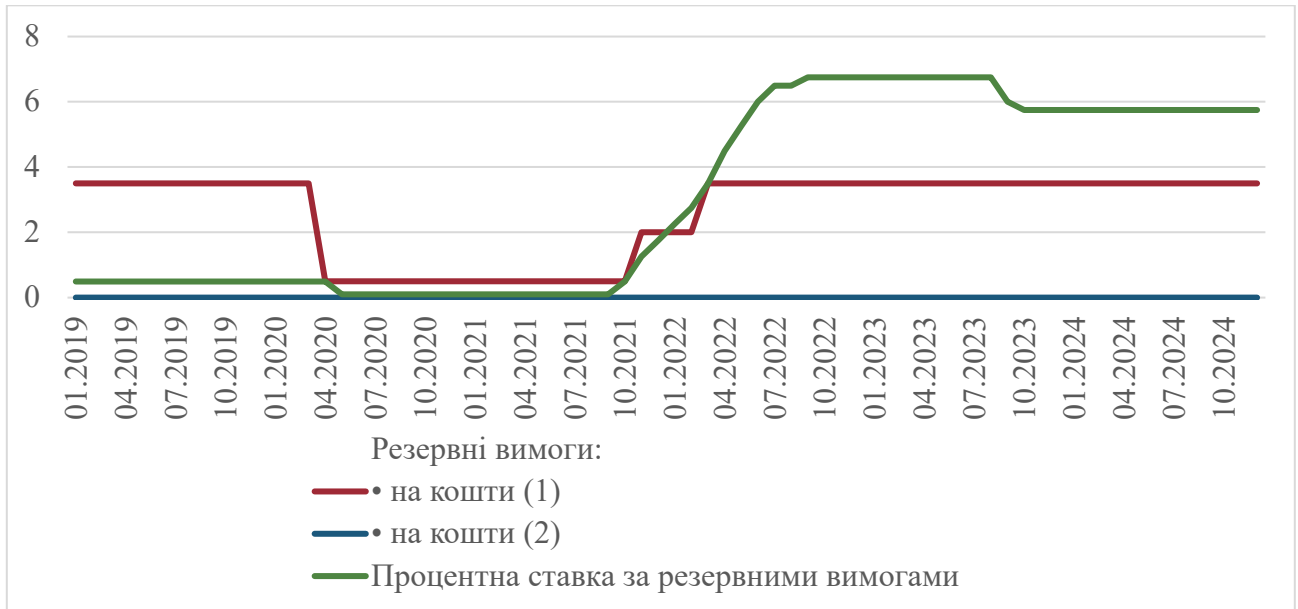


Рис. 2.17. Резервні вимоги (%) Національного банку Польщі на кошти (1) в злотах та іноземній валюті, що зберігаються на банківських рахунках, а також на кошти, отримані від випуску цінних паперів; (2), отримані від операцій репо та перекупу, а також на ті кошти, що були отримані щонайменше на 2 роки; й процентна ставка за резервними вимогами у 2019-2024 рр.

Джерело: Складено автором на основі [45].

Важливим інструментом монетарної політики НБП є операції на відкритому ринку з функцією абсорбування ліквідності з банківського сектору. Використовуючи ці операції, НБП надавав банкам можливість збалансувати свої позиції ліквідності таким чином, щоб це було доцільно для досягнення монетарної мети. НБП виділяє наступні види операцій на відкритому ринку.

Основні операції – основний інструмент, який використовується НБП. Операції проводяться регулярно (раз на тиждень). В умовах профіциту ліквідності в банківському секторі вони полягають у випуску векселів НБП, як правило, з 7-денним терміном погашення. Під час тендерів застосовується

фіксована дохідність на рівні довідкової ставки НБП. Операції «fine tuning» – операції, що відіграють додаткову функцію у реалізації мети монетарної політики НБП. Вони можуть включати операції з абсорбування ліквідності (випуск векселів НБП, операції зворотного репо) або операції з надання ліквідності (погашення векселів НБП, операції репо). Структурні операції – операції, що проводяться з метою зміни довгострокової структури ліквідності банківського сектору та гарантування ліквідності вторинного ринку боргових цінних паперів або посилення механізму монетарної трансмісії [46].

Найбільший обсяг мали основні операції. При цьому їх обсяг збільшився з 4,1 трлн. злотих у 2019 р. до 16,2 трлн. злотих у 2024 р. (рис. 2.18), що свідчить про намагання НБП вилучити надлишкову ліквідність у банківській сфері. Операції «fine tuning» збільшились в обсязі з 2021 р. і становили 1,5 трлн. злотих.

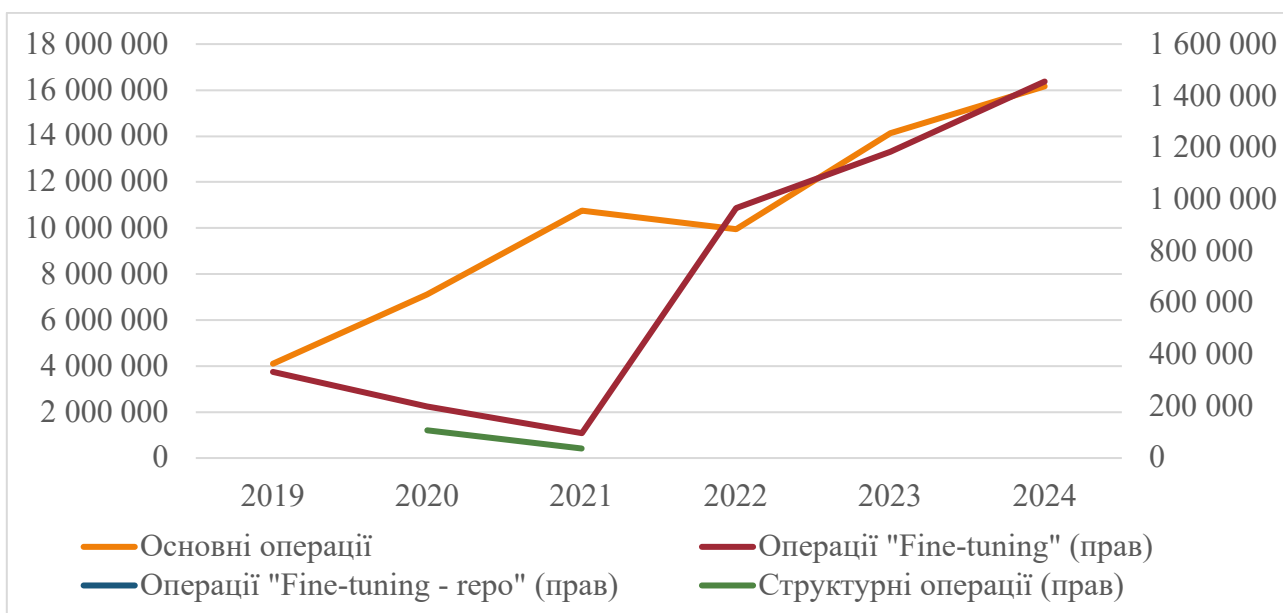


Рис. 2.18. Обсяги операцій на відкритому ринку Національного банку Польщі (млн. злотих) у 2019-2024 рр.

Джерело: Складено автором на основі [47].

Операції «fine tuning» репо були незначними і проводились лише у 2020 р. в обсязі 7,2 млрд. злотих. Дані операції мали місце через дефіцит коштів у

комерційних банках у березні 2020 р. Структурні операції мали місце у 2020-2021 рр. в сумарному обсязі на 144 млрд. злотих з метою стабілізації ринку.

Як і більшість країн, Польща має валютні резерви, які використовуються для впливу на обмінні курси, покриття зовнішніх зобов'язань, впливу на грошову масу та процентні ставки. Обсяги валютних резервів країни здебільшого зростали. Так, у грудні 2024 р. вони оцінювались у 888,1 млрд. злотих у порівнянні з 437,4 млрд. злотих у січні 2019 р. (рис. 2.19).

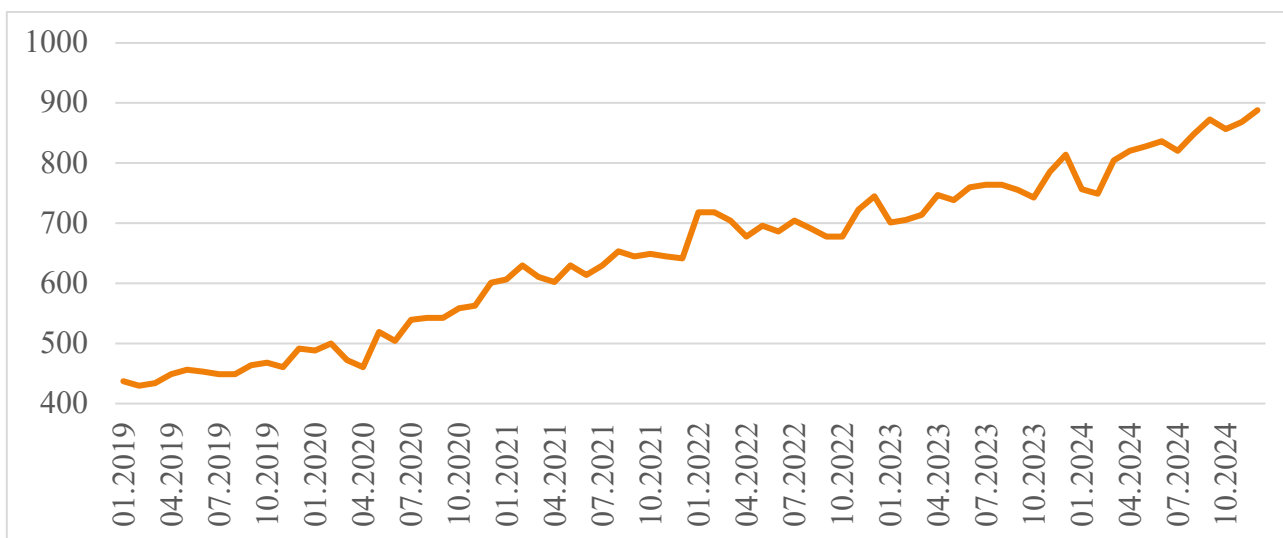


Рис. 2.19. Обсяги валютних резервів Національного банку Польщі (млрд. злотих) у 2019-2024 рр.

Джерело: Складено автором на основі [48].

На рис. 2.20 представлено обмінний курс польського злотого проти долару США та євро у 2019-2024 рр. З даного графіка можна побачити знецінення злотого проти долару США у 2022 р., коли обмінний курс впав з 3,86 злотих за 1 долар США у 2021 р. до 4,46, що було обумовлено дестабілізацією економічного середовища в країні внаслідок війни в Україні. Надалі обмінний курс злотого стабілізувався і становив 3,98 у 2024 р. Схожу динаміку можна спостерігати з обмінним курсом до євро. Так, злотий поступово дешевшав у відношенні до євро: з 4,30 у 2019 р. до 4,68 у 2022 р.

Надалі обмінний курс стабілізувався і майже повернувся до рівня 2019 р.

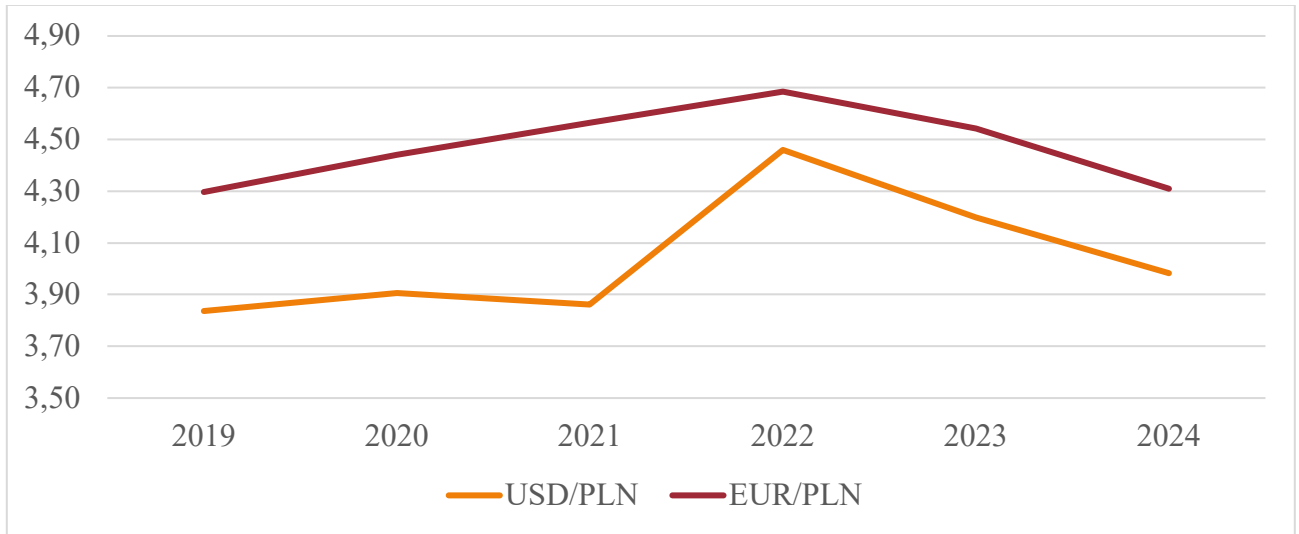


Рис. 2.20. Обмінний курс польського злотого (PLN) до долару США (USD) та євро (EUR) у 2019-2024 рр.

Джерело: Складено автором на основі [49, 50].

Рівень інфляції у Польщі у 2019 р. був наближеним до цільового показника і становив 2,23% (рис. 2.21). Однак у наступних роках можна спостерігати значне зростання рівня цін. Особливо значною інфляція була у 2022 р. і становила 14,43%, що було наслідком війни в Україні й значною кількістю біженців.

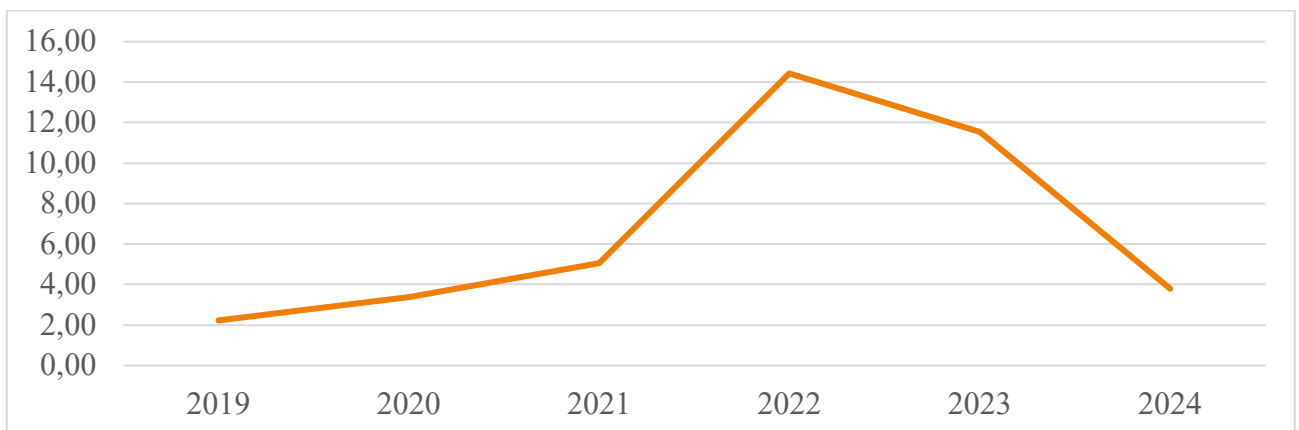


Рис. 2.21. Рівень інфляції у Польщі (%) 2019-2024 рр.

Джерело: Складено автором на основі [30].

У наступних роках завдяки діям монетарної політики рівень зростання цін сповільнився, а показник інфляції впав до 3,78% у 2024 р.

Грошова маса в Польщі стабільно зростала щорічно, а загальне зростання у 2019-2024 рр. становило 58,4% (рис 2.22). Таким чином, наприкінці 2024 р. обсяг грошової маси оцінювався у 2,5 трлн. крон. У відношенні до ВВП грошова маса значно збільшилась у 2020 р. до 77,1% проти 67,7% у 2019 р., що свідчить про надмірне зростання грошової маси у порівнянні із зростанням ВВП країни. У наступні роки НБП направив монетарну політику на вилучення надлишкової ліквідності. Таким чином, співвідношення грошової маси до ВВП зменшилось до 66,7% у 2023 р., проте дещо зросло до 70,9% у 2024 р.

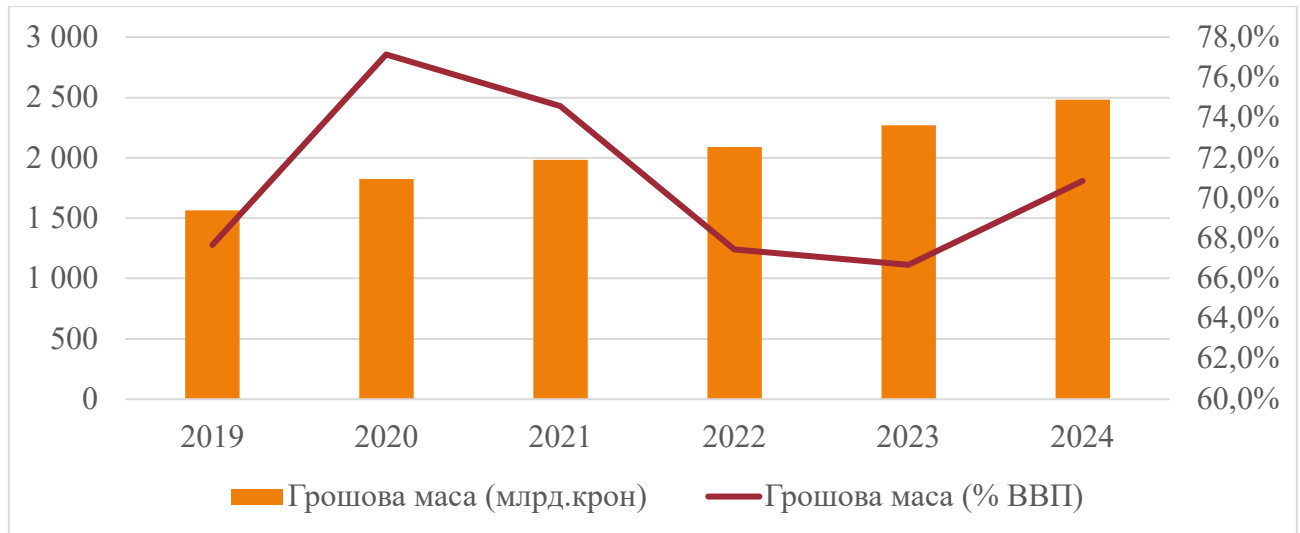


Рис. 2.22. Номінальний обсяг грошової маси Польщі (млрд. крон) та у відношенні до ВВП (%) 2019-2024 рр.

Джерело: Складено автором на основі [51].

Отже, монетарна політика в Польщі визначається Національним банком Польщі (НБП). Криза пандемії у 2020 р. спонукала НБП знизити базову ставку та резервні вимоги, а також вижити такі заходи як збільшення купівлі активів для забезпечення ліквідності в економіці. Із зростанням інфляційного тиску у 2022 р., спричиненим війною в Україні, НБП поступово підвищував процентні ставки для протидії зростання цін, а також резервні вимоги та процентну ставку за ними. З

2023 р. НБУ почав поступово зменшувати основні процентні ставки та резервні вимоги через економічну стабілізацію. Окрім того, банк також збільшував обсяг основних операцій на відкритому ринку для коригування ліквідності на ринку.

2.4. Порівняльний аналіз впливу монетарної політики на економічний добробут на прикладі Німеччини, Швеції та Польщі

В рамках емпіричного дослідження в даній роботі було обрано зробити порівняльний аналіз впливу монетарної політики та її індикаторів на економічний добробут країн ЄС на прикладі Німеччини, Швеції та Польщі.

У якості індикатору економічного добробуту було обрано ВВП на душу населення. На рис. 2.23 представлено щорічну зміну даного показника у Німеччині, Швеції та Польщі.

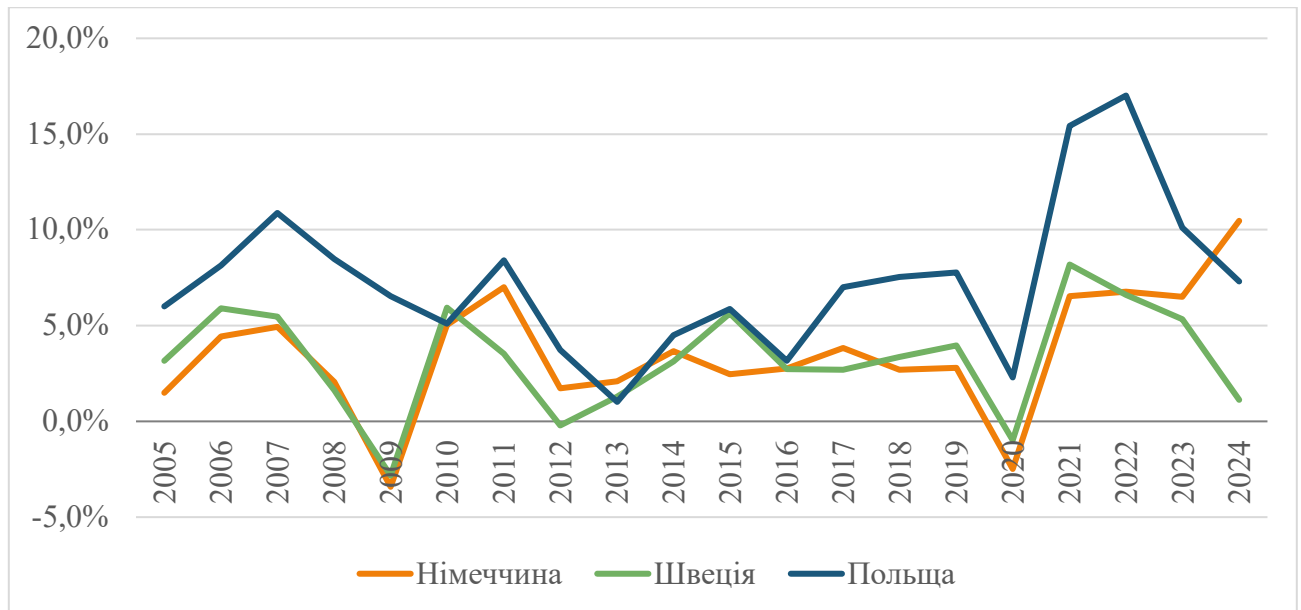


Рис. 2.23. Зміна ВВП на душу населення (%) у Німеччині, Швеції та Польщі у 2005-2024 рр.

Джерело: Складено автором на основі [63].

Як можна простежити з даного графіку, розглянуті країни переважно мали позитивну зміну ВВП на душу населення, що свідчить про загалом стабільне

зростання даного показника. Від’ємна зміна простежувалась у Німеччині та Швеції у 2009 р. та 2020 р., що було наслідком світової фінансової кризи та кризи пандемії. При цьому Швеція мала незначне падіння даного показника у 2012 р. Варто відзначити, що протягом розглянутого періоду ВВП на душу населення Польщі мав лише позитивне зростання.

В рамках дослідження було побудовано регресійні моделі для кожної з країн. Регресійна модель мала наступну формулу:

$$GDP_{p/c} = \beta_1 * Br_M + \beta_2 * Cons_Sp + \beta_3 * Infl + \beta_4 * Unempl + c \quad (2.1)$$

Де $GDP_{p/c}$ – ВВП на душу населення; Br_M – обсяг грошової маси; $Cons_Sp$ – обсяг споживчих витрат; $Infl$ – рівень інфляції; $Unempl$ – рівень безробіття. Данні було взято за 2004-2024 рр.

У рис. А. 1 – А. 3, Додаток А представлено основні результати регресійних моделей для Німеччини, Швеції та Польщі. R-квадрат є показником, який демонструє наскільки залежна змінна пояснюється незалежними змінними. Значення близьке до 1 вказує на те, що модель пояснює значну частину варіації залежної змінної. З отриманих результатів можна побачити, що даний показник перевищує 0,95 для кожної моделі, що є високим показником.

Рівень значимості вказує на те, наскільки ймовірно відхилити нульову гіпотезу про відсутність взаємозв'язку між незалежною та залежною змінними на користь альтернативної гіпотези про наявність такого взаємозв'язку. Часто використовується рівень значимості 0,05 або 0,01. Це означає, що якщо значення менше або рівне 0,05 (або 0,01), то вважають, що результат є статистично значущим. При інших значеннях можна стверджувати, що незалежна змінна не має впливу на залежну змінну.

З отриманих результатів можна побачити, що статистично значимими змінними для моделі Німеччини є споживчі витрати, для Швеції – грошова маса, споживчі витрати та безробіття, а для Польщі – грошова маса та споживчі

витрати. Таким чином, можна зробити висновок, що рівень інфляції не має впливу на ВВП на душу населення для жодної з досліджуваних країн.

Надалі було прийнято рішення побудувати аналогічні регресійні моделі, але без урахування інфляції як незалежної змінної. Оновлена формула для регресійної моделі має наступний вигляд:

$$GDP_{p/c} = \beta_1 * Br_M + \beta_2 * Cons_Sp + \beta_3 * Unempl + c \quad (2.2)$$

Отримані результати представлені в рис. Б.1 – Б.3., Додаток Б. R-квадрат для кожної моделі перевищував 0,960, що свідчить про значне пояснення варіації залежної змінної.

Рівень значимості для Німеччини знову мали лише споживчі витрати (0,05**). При цьому бета-коефіцієнт даної змінної становив 0,798. Даний коефіцієнт відображає зміну залежної змінної в середньому на одну одиницю зміни незалежної змінної при фіксації інших змінних. Окрім того, даний коефіцієнт також демонструє напрямок впливу: при його від'ємному значенні це вказує на зворотній зв'язок між залежною та незалежною змінною. Тому результати моделі свідчать про те, що при зміні споживчих витрат на одиницю, ВВП на душу населення зростає на 0,798 одиниці.

У регресійній моделі для Швеції усі незалежні змінні були статистично значимими та мали рівень значущості 0,01***. Найбільший бета-коефіцієнт за модулем мала грошова маса (0,751), для споживчих витрат він становив 0,282. Рівень безробіття мав від'ємний коефіцієнт -0,890, що свідчить про зворотну залежність між рівнем безробіття та ВВП на душу населення.

Результати моделювання для Польщі демонструють, що статистично значимими виявились грошова маса та споживчі витрати на рівні 0,01***. Їх бета-коефіцієнт становили 0,453 та 0,616 відповідно.

Отже, з даного дослідження можна зробити висновок, що рівень інфляції не мав значимого впливу на ВВП на душу населення в Німеччині, Швеції та Польщі.

Споживчі витрати були значимими для кожної країни, що є очікуваним, оскільки споживчі витрати є складовою ВВП країни. При цьому найбільший коефіцієнт впливу даний показник мав в Німеччині, а найменший – в Швеції, що говорить про менший вплив даних витрат на зміни ВВП на душу населення в країні.

Грошова маса мала вплив на залежну зміну в Швеції та Польщі, а бета-коефіцієнти в даних моделях склали 0,751 та 0,453 відповідно. З цього ми можемо побачити, що на відміну від споживчих витрат, грошова маса має більший вплив саме в Швеції, а менший – в моделі для Польщі.

Рівень безробіття мав значимість лише в моделі Швеції, бета-коефіцієнт даної змінної склав $-0,890$. Від'ємне значення коефіцієнту говорить про протилежну залежність між даними змінними. Тобто, при збільшенні безробіття на 1 пункт, ВВП на душу населення зменшується на 0,890 пункту. Дана залежність з'являється тому, що при більшому рівні безробіття менше людей працюють, що призводить до меншого обсягу виготовлених товарів та наданих послуг, а також до меншої купівельної спроможності серед населення, що і є причиною падіння ВВП на душу населення.

З даної моделі не можна стверджувати про статистичний вплив монетарної політики на економічний добробут. З цього можна зробити висновок, що факторів впливу на такий показник, як ВВП на душу населення, значна кількість, тому вплив саме монетарної політики може бути незначним. Окрім того, ефект монетарної політики є не лише кількісним, оскільки рішення та комунікації центральних банків можуть впливати на настрої інвесторів, збільшуючи чи зменшуючи потоки інвестицій, на обсяги витрат та споживання населення та на плани бізнесу та виробництв, що у свою чергу і має прямий вплив на ВВП.

РОЗДІЛ 3

ОСОБЛИВОСТІ СУЧАСНИХ ТЕНДЕНЦІЙ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ В УКРАЇНІ

3.1. Аналіз сучасних тенденцій монетарної політики України

Пріоритетною ціллю монетарної політики Національного банку України (НБУ) є досягнення та підтримка цінової стабільності. Під ціновою стабільністю розуміється підтримання в середньостроковій перспективі низьких, стабільних темпів інфляції. У 2015-2021 рр. для досягнення цінової стабільності НБУ використовував класичний режим інфляційного таргетування (ІТ) з плаваючим обмінним курсом і обліковою ставкою в якості основного монетарного інструменту. Однак під час повномасштабної війни НБУ спочатку перейшов до режиму фіксованого обмінного курсу, а згодом до гнучкого ІТ. За цього режиму НБУ забезпечує приведення інфляції до цілі 5% на горизонті політики, що не перевищує три роки, шляхом застосування узгодженої комбінації інструментів процентної та валютно-курсової політики, а також інших інструментів [52].

Національний банк реалізовував свою монетарну політику на засадах повноцінного режиму інфляційного таргетування (ІТ) з плаваючим обмінним курсом з 2015 р. до початку повномасштабної війни. Посилення економічної невизначеності та зниження дієвості ринкових інструментів, спричинені розгортанням повномасштабної війни, тимчасово унеможливили здійснення монетарної політики в повноцінному форматі ІТ. Вимушених змін зазнали підходи до виконання пріоритетних функцій НБУ. Так, на початку повномасштабного вторгнення НБУ довелося тимчасово перейти до режиму фіксованого обмінного курсу, запровадити жорсткі адміністративні обмеження на валютному ринку та щодо транскордонного руху капіталу й навіть вдатися до

емісійного фінансування державного боргу для підтримки обороноздатності країни. Ключова процентна ставка в умовах надзвичайного рівня невизначеності втратила свою ефективність, тому впродовж перших місяців війни НБУ не змінював її. Роль основного монетарного інструменту було відведено валютним інтервенціям, завдяки яким було забезпечено фіксацію обмінного курсу, покриваючи дефіцит валюти на ринку, та в такий спосіб стабілізував економічні очікування. Це дало змогу у 2024 р. перейти до режиму гнучкого ІТ – проміжного режиму на шляху до повноцінного ІТ з плаваючим обмінним курсом [53].

Основним інструментом монетарної політики НБУ є процентна політика. Ключовою процентною ставкою є облікова ставка НБУ, яка є визначальним показником вартості грошей та індикатором поточних та майбутніх змін в монетарній політиці. Окрім облікової ставки НБУ також використовує ставки за кредитами та депозитними сертифікатами овернайт. Ставка за кредитами овернайт – це ставка, за якою банки можуть отримувати короткострокові кредити на одну ніч або на дуже короткий період, зазвичай до одного робочого дня. Ставка за депозитними сертифікатами овернайт означає процентну ставку, за якою банки можуть розміщувати свої кошти на короткострокові депозити, також зазвичай до одного робочого дня. Дані ставки використовуються для забезпечення та керування ліквідністю банків та їх балансів.

Протягом 2019-2020 рр. НБУ поступово зменшував основні процентні ставки, які знаходились на рівні 15-20% на початку 2019 р. та зменшились до 5-10% протягом 2020 р. (рис 3.1). Дана міра була встановлена у відповідь кризи пандемії. Протягом 2021 рр. поступово повертався до підвищення процентних ставок, проте через повномасштабне вторгнення НБУ був вимушений підняти ставки на рівні вище 20% для подолання значного зростання цін. Надалі після певної стабілізації економічного середовища НБУ перейшов до поступового пониження процентних ставок, при цьому облікова ставка та ставка за

деPOSITНИМИ сертифікатами була встановлена на одного рівні. Станом на кінець 2024 р. облікова ставка та ставка за депозитними сертифікатами була встановлена на рівні 13,5%, а ставка за кредитами овернайт – на рівні 16,5%.

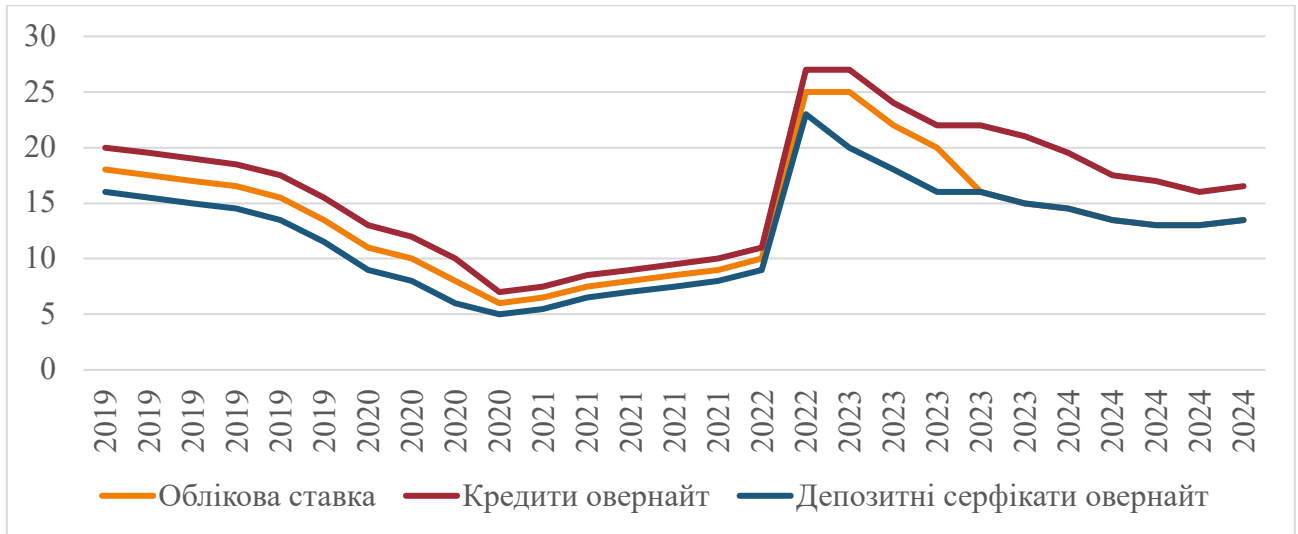


Рис. 3.1. Процентні ставки НБУ (% річних) у 2019-2024 рр.

Джерело: Складено автором на основі [54].

НБУ впливає на очікування та мотиви поведінки економічних агентів (а відповідно на динаміку макроекономічних показників) не тільки напрямом зміни ключової та інших процентних ставок за своїми операціями – важливе значення також мають заяви про наміри (forward guidance) та прогноз облікової ставки. Так, НБУ формує відповідні очікування цільових аудиторій економічних агентів шляхом публікації у прес-релізах щодо рішень про розмір ключової ставки та відповідних заяв про наміри стосовно подальших змін у монетарній політиці [55].

Оскільки процентні ставки мають обмежену здатність повноцінно виконувати усі цілі монетарною політики, валютні інтервенції є важливим компонентом монетарної політики НБУ. Окрім того, повномасштабне вторгнення викривило економічні процеси та формування державного бюджету, що обумовило зміни у функціонуванні валютного ринку України. Так, можна спостерігати значний дефіцит іноземної валюти в приватному секторі. Проте міжнародні резерви країни поповнювались за допомогою грантів від

міжнародних партнерів, що дозволило НБУ штучно покривати зумовлений війною дефіцит валюти та впливати на обмінний курс гривні.

Таким чином, з рис. 3.2 можна спостерігати девальвацію гривні. Обмінний курс гривні до долару США та євро становив 27,29 та 32,31 відповідно у 2021 р. У 2022 р. обмінний курс впав на 18,5% до долару США та на 5,2% до євро. Менше знецінення до євро було спричинено фіксацією обмінного курсу гривні до долару США. Після відв'язки курсу, у 2023 р. гривня девальвувала у відношенні до долару США та євро на ще 13,1% та 16,4% відповідно, у 2024 р. падіння обмінного курсу гривні становило 9,8% до обох валют.

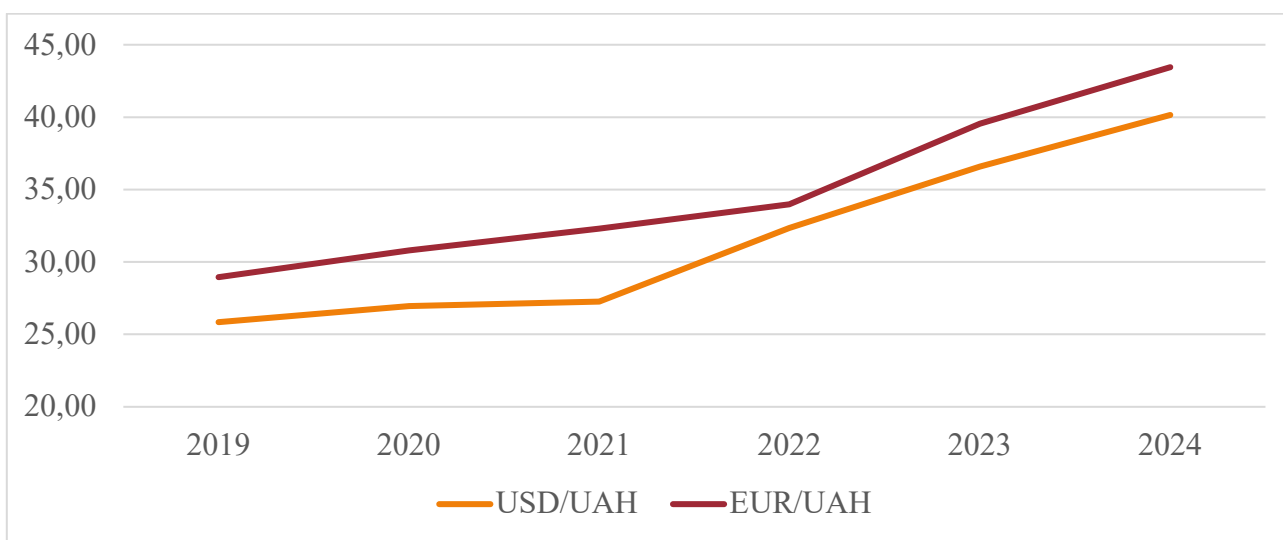


Рис. 3.2. Обмінний курс гривні (UAH) до долару США (USD) та євро (EUR) у 2019-2024 рр.

Джерело: Складено автором на основі [56].

Як було зазначено вище, НБУ використовував міжнародні резерви задля проведення валютних інтервенцій в рамках монетарної політики. Міжнародні резерви – це високоліквідні активи НБУ в іноземній валюті та золоті, які використовуються для проведення валютних інтервенцій та забезпечення платежів органів державної влади.

На рис. 3.3 представлено обсяги валових та чистих міжнародних резервів. Валові міжнародні резерви є загальною сумою грошових активів, які утримує

країна для регулювання міжнародних фінансових операцій. Чисті міжнародні резерви представляють суму валових резервів мінус зовнішні зобов'язання країни, тобто є фактичним обсягом коштів в розпорядженні країни для захисту її валютного курсу та вирішення зовнішніх фінансових зобов'язань.

Протягом 2019-2024 рр. валові міжнародні резерви збільшились на 88,4% до 474,2 млрд. дол. США. При цьому за даний період чисті резерви зросли на 150,2% до 321,4 млрд. дол. США. Міжнародні резерви зростали щорічно, за винятком 2022 р., коли валові та чисті резерви зменшились на 9,1% та 11,9% відповідно. Зменшення резервів було обумовлено їх використанням НБУ для підтримки фіксованого обмінного курсу. При цьому варто відзначити про загальне зростання частки чистих валових резервів, які у 2024 р. оцінювались у 67,8% від валових у порівнянні із 51% у 2019р.

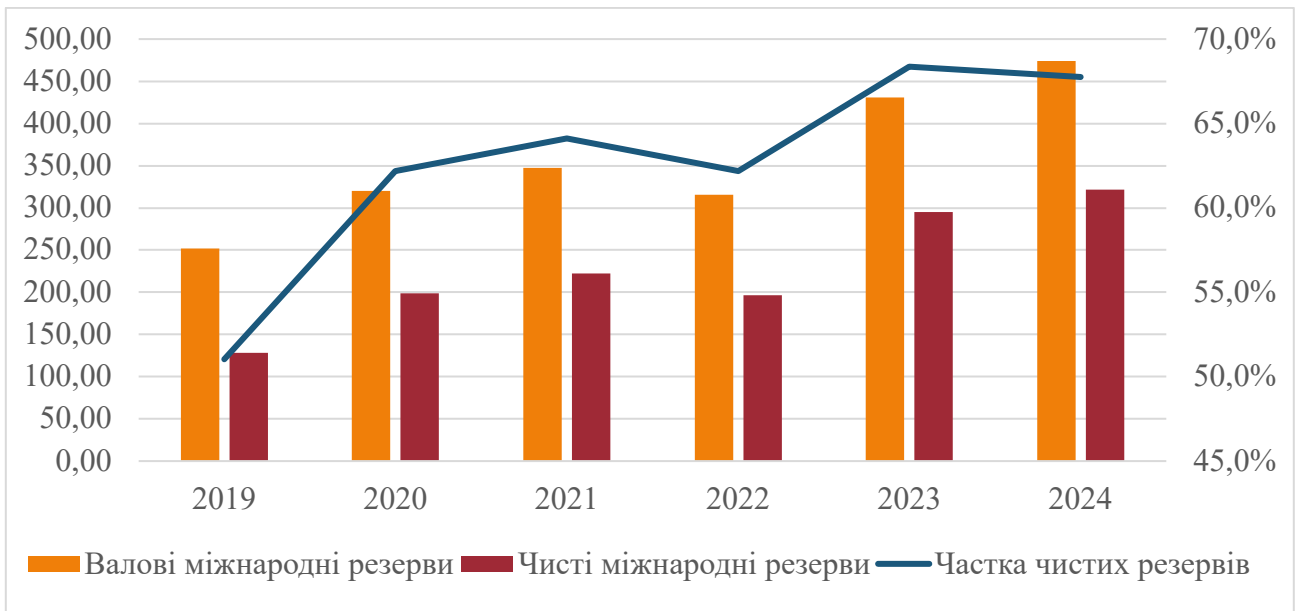


Рис. 3.3. Валові та чисті міжнародні резерви (млрд. дол. США) України та частка частка чистих міжнародних резервів (% від валових) у 2019-2024 рр.

Джерело: Складено автором на основі [57].

У розрізі валют, найбільшу питому вагу у міжнародних резервах України займає долар США, при цьому його частка збільшилась з 74,4% у 2019 р. до 91,9% у 2024 р. Значно зменшилась питома вага євро та інших валют: з 11,2% та

9,1% відповідно у 2019 р. до 1,2% та 1,1% відповідно у 2024 р. Питома вага золота протягом даного періоду в середньому становила 5,3% (рис. 3.4).

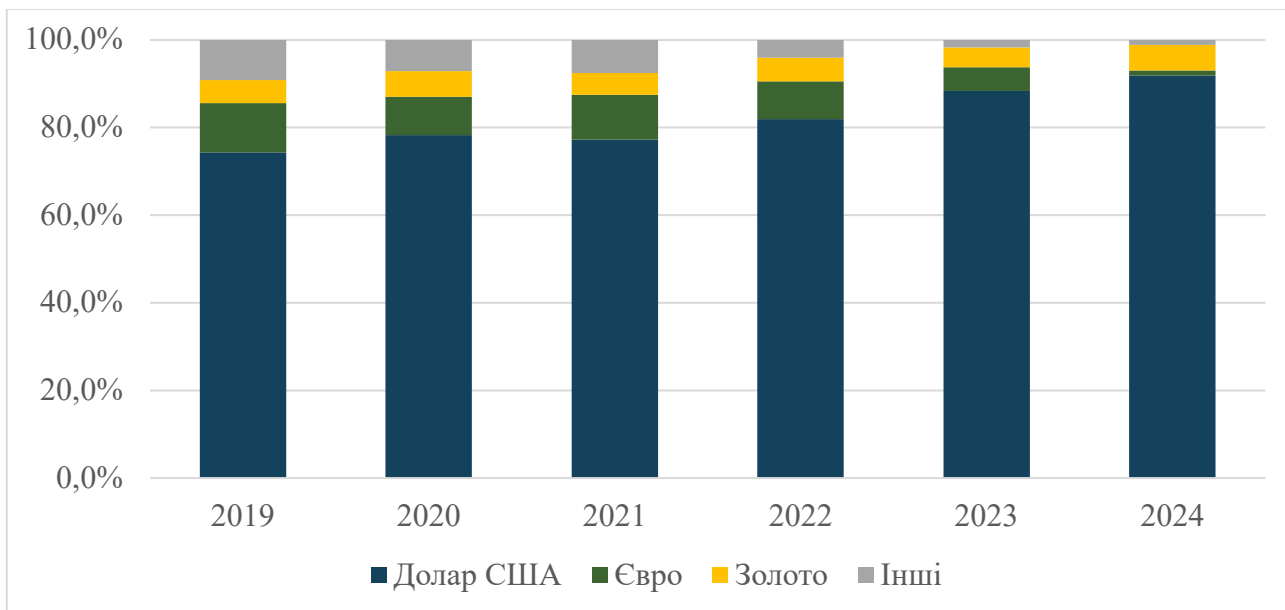


Рис. 3.4. Структура міжнародних резервів України у розрізі валют станом на кінець 2019-2024 рр.

Джерело: Складено автором на основі [58].

Обов'язкові резерви є одним з традиційних інструментів монетарної політики, за допомогою якого Національний банк визначає, який відсоток від обсягу залучених депозитів та інших зобов'язань банки мають резервувати належним чином. При цьому для різних видів депозитів та зобов'язань можуть застосовуватися різні нормативи обов'язкового резервування. Наприклад, залежно від валюти, строку та джерела (фізичні чи юридичні особи) залучення вкладів тощо. Таким чином, регулюючи нормативи обов'язкових резервів, Національний банк має змогу впливати на обсяг вільної ліквідності банків, валютну, строкову структуру їх балансів, що сприяє досягненню пріоритетних цілей Національного банку [59].

Обсяг обов'язкових резервів на утриманні НБУ у 2014 р. становив 4,4 трлн. грн., що значно перевищує рівень 2019 р. у 0,6 трлн. грн (рис 3.5). Значне

зростання резервів на утриманні почалось з 2023 р. через підняття нормативів для обов'язкового резервування з метою зменшення банківської ліквідності.

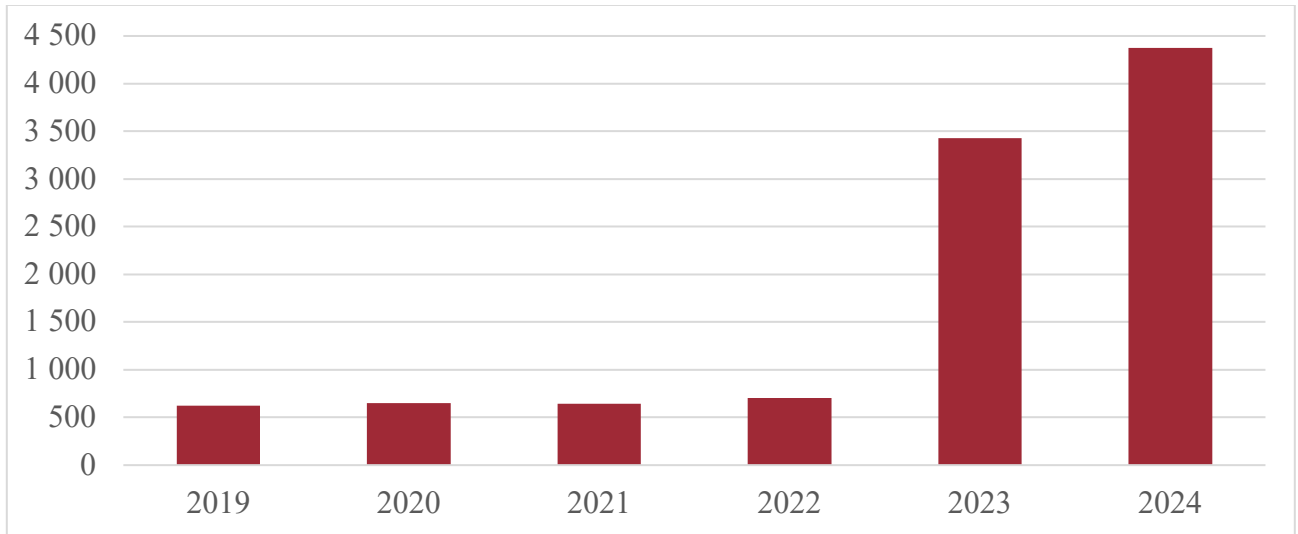


Рис. 3.5. Обов'язкові резерви у встановленому нормативі на період утримання України (млрд. грн) у 2019-2024 рр.

Джерело: Складено автором на основі [59].

Лише зміни рівня ключової та інших процентних ставок чи заяв про наміри не достатньо для досягнення операційної цілі монетарної політики. Запорукою успіху є проведення операцій НБУ з надання та вилучення ліквідності банків за обліковою ставкою та близькими до неї процентними ставками. Ураховуючи значний профіцит ліквідності банківської системи, для побудови операційного дизайну процентної політики НБУ наразі використовує систему "нижньої межі", за якої ставка за депозитними сертифікатами овернайт встановлена на рівні облікової ставки, оскільки операції з вилучення ліквідності є основними [55].

Таким чином, з 2022 р. можна спостерігати значне збільшення обсягів операцій НБУ з мобілізації коштів банків, що направлено на зменшення ліквідності. Дані операції у 2019-2021 рр. становили менше 10 трлн. грн. на рік, однак у наступних роках вони перевищили 40 трлн. грн., а у 2024 р. досягли 98,3 трлн. грн. Операції з підтримання ліквідності банків представлені НБУ у від'ємному значенні, оскільки вони є наданими, а не залученими, коштами. Обсяг

даних операцій є значно нижчим за обсяг операцій з мобілізації коштів. Так, у 2019-2021 рр. вони не перевищували 50 млрд. грн., а у 2023-2024 рр. сумарно становили менше 3 млрд. грн. Найбільшого обсягу вони мали у 2022 р. – 222,9 млрд. грн., що переважно було надано через постійно діючу лінію рефінансування та шляхом проведення тендеру (рис. 3.6).

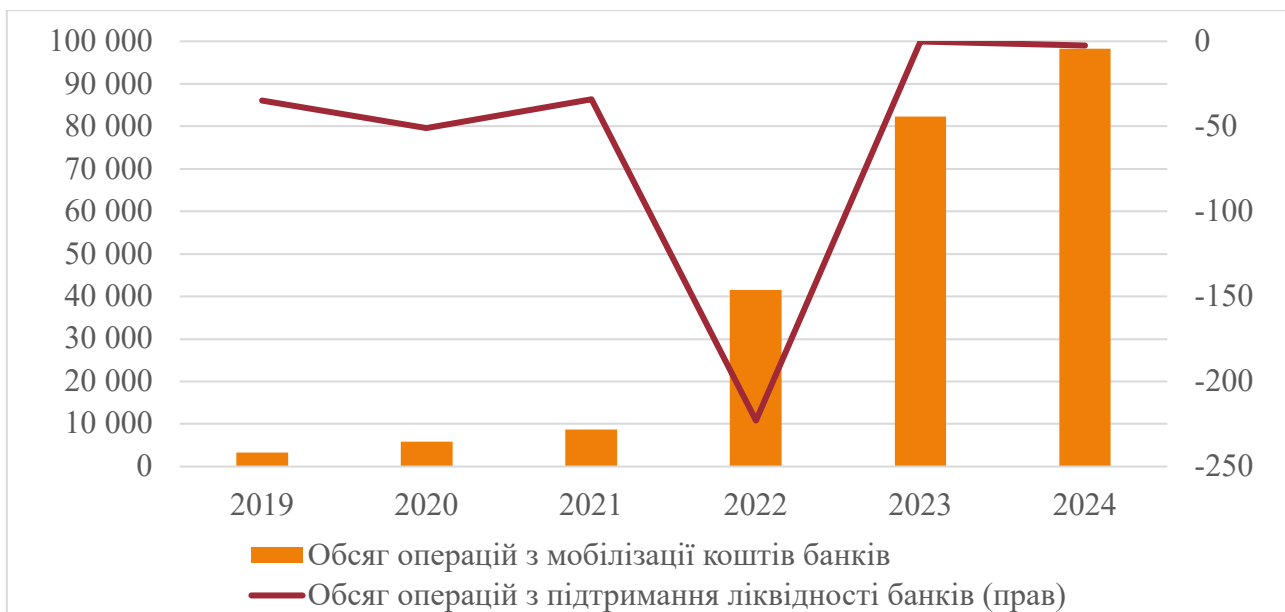


Рис. 3.6. Обсяг операцій НБУ з регулювання ліквідності банків (млрд. грн.) у 2019-2024 рр.

Джерело: Складено автором на основі [60].

Облігації внутрішньої державної позики (ОВДП) є борговими цінними паперами, які продаються Урядом первинним дилерам та їх клієнтам на первинному ринку для фінансування потреб державного бюджету. Операції з купівлі/продажу ОВДП на вторинному ринку відбуваються між професійними учасниками фондового ринку та їх клієнтами (фізичними та юридичними особами, нерезидентами).

Станом на кінець 2024 р., вартість ОВДП на первинному ринку становила 3,5 трлн. грн. із середнім зваженим рівнем доходу від 15,1% до 16,5%. За кількістю днів до погашення дані вони розподіляються на 406, 840 та 1 043 днів.

Найбільшими за обсягом операціями на вторинному ринку є купівля-продаж на організованому ринку, які становили 873,1 млрд. грн. у 2024 р. (рис. 3.7). Також значимими були операції купівля-продажу поза організованим ринком (297,5 млрд. грн у 2024 р.) та РЕПО на організованому ринку (368,6 млрд. грн. у 2024 р). Операції РЕПО поза організованим ринком становили в середньому менше 5 млрд. грн і були незначними.

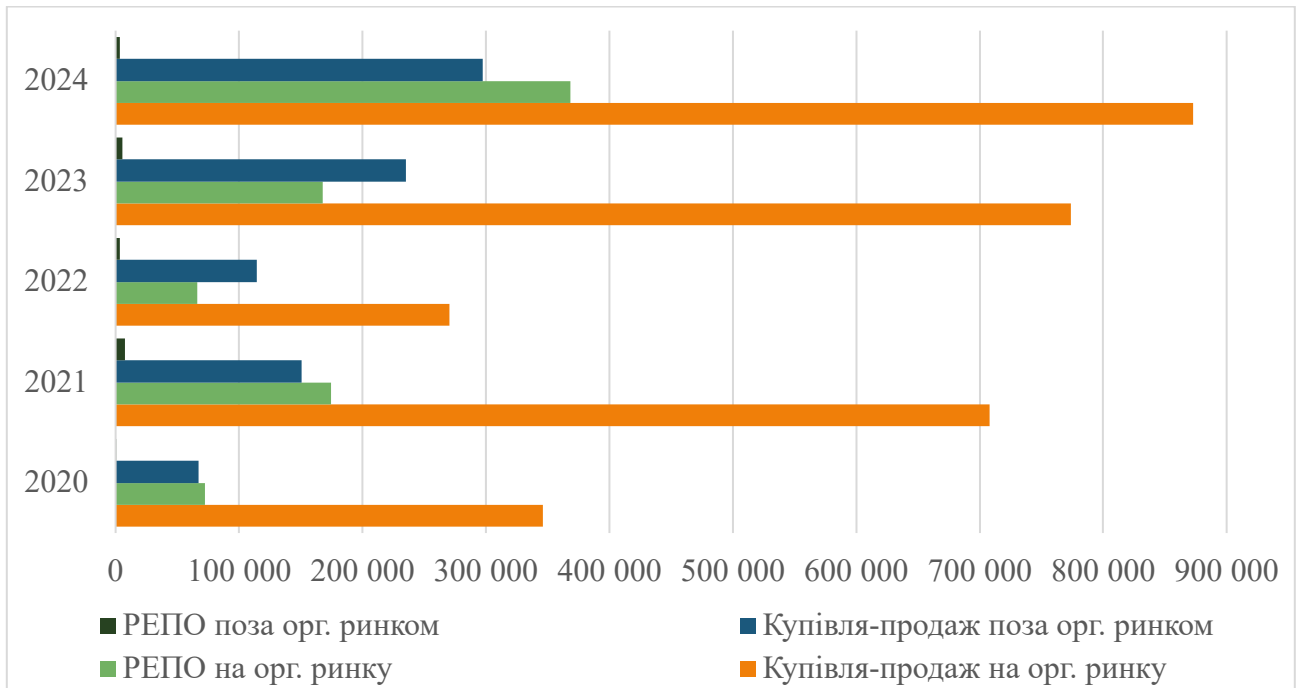


Рис. 3.7. Операції НБУ на вторинному ринку за типом операцій ОВДП (млн. грн) у 2020-2024 рр.

Джерело: Складено автором на основі [61].

На рис. 3.8 представлено щорічний рівень інфляції в Україні. У 2019 р. даний показник становив 7,89%, що доволі перевищує цільовий середньостроковий показник у 5%. У 2020 р. через кризу пандемії темпи зростання цін значно зменшились, а інфляція склала лише 2,73%. У 2022 р. через повномасштабну війну в Україні річний рівень інфляції становив 20,18%. Завдяки стабілізації економічного середовища через інструменти монетарної політики у наступних роках можна простежити поступове зменшення інфляції. Так, у 2024 р. інфляція в Україні склала 6,5%.

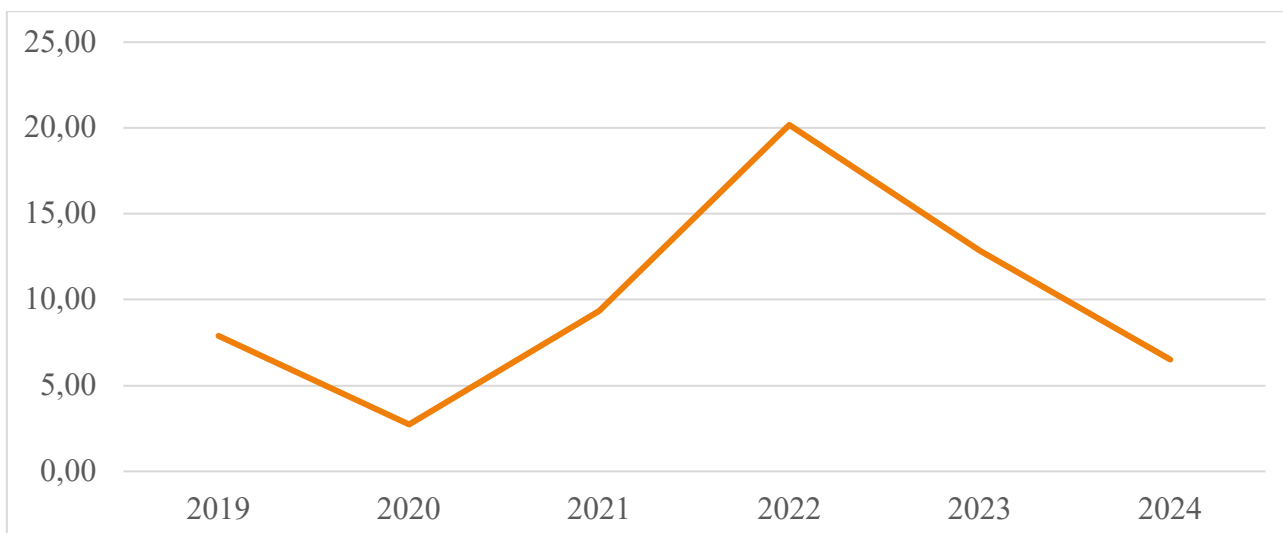


Рис. 3.8. Рівень інфляції в Україні (%) у 2019-2024 рр.

Джерело: Складено автором на основі [30].

Грошова маса в Україні зростала щорічно значними темпами протягом 2019-2024 рр., а загальне збільшення становило 142,6% з 1,4 трлн. грн. у 2019 р. до 3,5 трлн. грн. у 2024 р. (рис. 3.9).

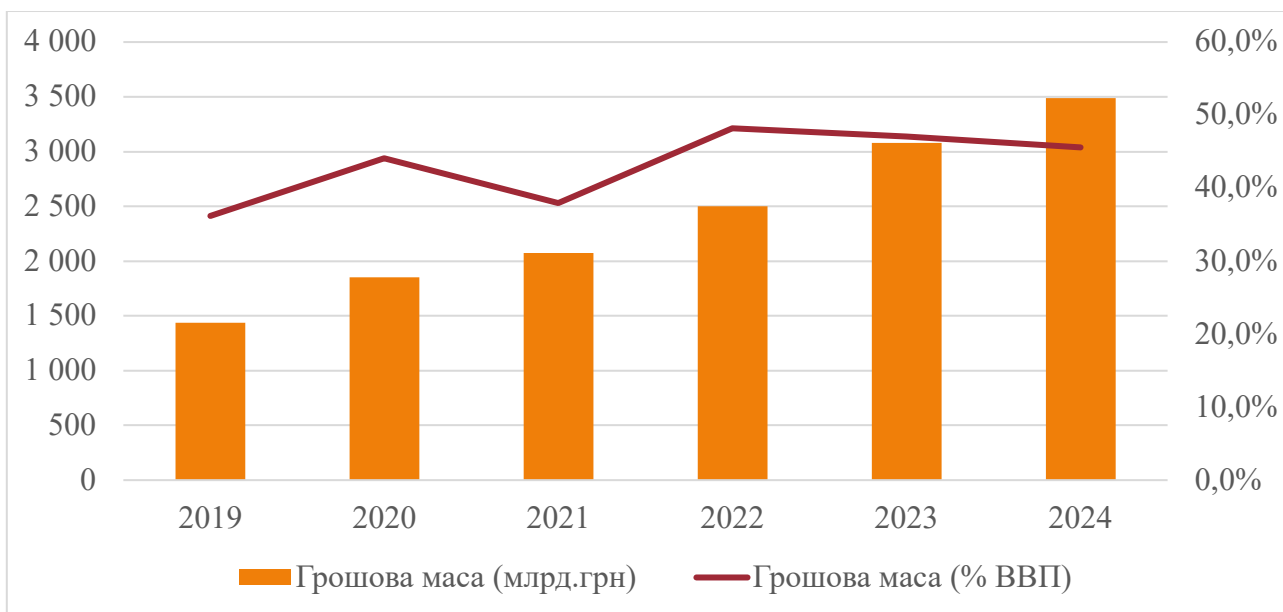


Рис. 3.9. Обсяг грошової маси в Україні (млрд. грн. та у % до ВВП країни) у 2019-2024 рр.

Джерело: Складено автором на основі [62].

У співвідношенні до ВВП, грошова маса в Україні коливалась від 36,2% (2019 р.) до 48,2% (2022 р.), що є доволі високим показником.

Отже, у період 2019-2024 рр. монетарна політика України, що керується Національним банком України (НБУ), зазнала значним коректив у відповідь на різні економічні виклики, як криза пандемії та повномасштабна війна. У період до війни, НБУ підтримував режим таргетування інфляції з плаваючим обмінним курсом. Однак, на тлі війни НБУ вдався до надзвичайних заходів, як різке підвищення облікової ставки, суворий контроль за рухом капіталу, фіксований обмінний курс та контроль за видачою готівки. З 2023 р. через стабілізацію економічної середовища, НБУ перейшов до поступового пом'якшення монетарної політики та зменшення процентних ставок, а також зниження валютних обмежень в країні. Фокус монетарної політики НБУ поступово повертається на сприяння реконструкції економічної та фінансової стабільності.

3.2. Рекомендації щодо покращення монетарної політики України

Попри значні зміни та трансформації монетарної політики України під час війни, вона все ще не є досконалою та може взяти приклад із монетарних політик національних банків інших країн.

Так, національним банком зони євро є ЄЦБ. ЄЦБ діє незалежно, що підвищує його довіру та ефективність у досягненні своєї головної мети – цінової стабільності. Ця незалежність захищає його від політичного втручання та забезпечує зосередженість на довгостроковому економічному здоров'ї. Прозорість ЄЦБ у процесах прийняття рішень та чітке інформування про цілі та стратегії своєї політики слугують моделлю для зміцнення довіри та розуміння громадськості. Ця прозорість допомагає формувати ринкові очікування та зменшувати невизначеність, що може слугувати прикладом для України.

Реакція ЄЦБ на великі економічні кризи, такі як світова фінансова криза та пандемія COVID-19, демонструє його здатність швидко адаптувати політику для підтримки фінансової стабільності та економічного відновлення. Інноваційні політичні заходи ЄЦБ, такі як негативні процентні ставки та цільові довгострокові операції з рефінансування, демонструють готовність досліджувати нетрадиційні інструменти для вирішення економічних викликів. Адаптивність до викликів та невизначеності, а також інновації в інструментах монетарної політики може надихнути інші національні банки, як НБУ.

Також рекомендаціями для України можуть слугувати досвід Швеції та Польщі у монетарній політиці. Шведський центральний банк наголошує на важливості підтримки фінансової стабільності поряд зі своїм мандатом щодо цінової стабільності. Враховуючи ширші економічні цілі разом із фінансовою стабільністю, підхід Швеції до монетарної політики пропонує цілісну перспективу, яка може бути повчальною для інших країн, що прагнуть захистити свої фінансові системи. Структура монетарної політики Швеції робить акцент на сталому розвитку та довгостроковому економічному процвітанні. Включаючи екологічні, соціальні та управлінські (ESG) напрямки у свої політичні рішення, Швеція подає приклад іншим країнам, які прагнуть інтегрувати цілі сталого розвитку у свої структури монетарної політики.

Приклад Польщі щодо прозорості комунікації з громадськістю та фінансовими ринками може допомогти покращити ефективність монетарної політики України. Чітка та послідовна комунікація щодо політичних рішень та цілей може підвищити передбачуваність та довіру, сприяючи довірі громадськості. Україна може отримати користь від спостереження за зобов'язанням Польщі щодо незалежності центрального банку, що допомагає підтримувати довіру та ефективність у впровадженні монетарної політики.

Забезпечення незалежності від короткострокового політичного тиску може підвищити довіру до монетарної політики України.

Аналіз та дослідження швидких та рішучих заходів монетарної політики Польщі під час економічних криз може надати Україні розуміння кризового менеджменту монетарної політики. Вивчення здатності Польщі адаптувати інструменти політики у складні часи може допомогти Україні зміцнити стійкість у своїй системі монетарної політики.

Отже, важливими рекомендаціями для монетарної політики України на прикладі інших країн є підтримка політичної незалежності національного банку та прозорості щодо рішень та цілей монетарної політики, а також підтримка розвитку та впровадження інноваційних інструментів монетарної політики.

ВИСНОВКИ

Монетарна політика є важливою темою сучасних досліджень, особливо через мінливість глобального економічного середовища та через значну невизначеність, особливо в країнах Європи, через такі події останніх років, як пандемія та війна в Україні.

Монетарна політика в Німеччині очолюється Національним банком Німеччини – Бундесбанком, який підпорядковується рішенням Європейського Центрального Банку (ЄЦБ). В Швеції основним органом монетарної політики є Ріксбанк. В Польщі питання монетарної політики є відповідальністю Національного банку Польщі (НБП).

Основним інструментом монетарної політики даних банків є процентні ставки. У минулих роках ЄЦБ та Ріксбанк дотримувались політики низьких процентних ставок, а Ріксбанк навіть встановив від’ємні процентні ставки у 2016 р. Дана політика мала на меті підвищення економічного зростання, яке відзначалось низькими темпами в даний період. Низькі процентні ставки мали спонукати до підвищення обсягу інвестицій та кредитування за рахунок низької вартості грошей.

Дещо вищі процентні ставки було встановлено Польщі, оскільки темпи економічного зростання та інфляції були вищими в даній країні. Однак, у відповідь на кризу пандемії у 2020 р. НБП прийняв рішення про зниження процентних ставок для стимулювання економіки. Процентні ставки в Єврозоні переважно залишались без змін у даний період, а у Швеції – також були збільшенні у відповідь на пандемію.

У 2022 р. країни ЄС зіштовхнулись із значними викликами через повномасштабну війну в Україні та зростання цін, особливо на енергоносії. В наслідок цього, вперше з 2016 р. ЄЦБ прийняв рішення про підвищення ставки

рефінансування, яка зростала до кінця 2023 р. Аналогічну ситуацію можна було спостерігати із процентними ставками Швеції та Польщі. Це було обумовлено значними темпами зростання цін у 2022-2023 рр. в даному регіоні, що змусило національні банки змінити курс монетарної політики.

Наступним інструментом монетарної політики є операції на відкритому ринку, які направлені на коригування ліквідності в банківському секторі. Основними операціями ЄЦБ є основні та довгострокові операції з рефінансування. Обсяг довгострокових операцій значно збільшився у 2020-2022 рр., що було спричинено потребою банків у довгостроковій ліквідності та допомозі у подоланні наслідків пандемії та війни в Україні. Операції на відкритому ринку Ріксбанку в останні роки направлені на вилучення надлишкової ліквідності, що банк робить за допомогою випуску сертифікатів Ріксбанку. При цьому пропозиція даних цінних паперів від Ріксбанку значно перевищувала попит з боку комерційних банків у 2020-2022 рр. У випадку дефіциту ліквідності Ріксбанк може проводити операції з репо. Проте через надлишок ліквідності дані операції не проводились з 2008 р. Найбільшими за обсягом операціями на відкритому ринку НБП є основні операції, направлені на вилучення надлишкової ліквідності, як і у ситуації з Ріксбанком.

Національні банки досліджуваних країн також використовували нерегулярні операції на відкритих ринках. Так, у відповідь на кризу пандемії ЄЦБ проводив спеціальні операції з рефінансування та з викупу активів задля забезпечення стабільних умов на грошовому ринку під час пандемії. Важливими нерегулярними операціями на відкритому ринку ЄЦБ також є операції в рамках програми купівлі активів, яка була започаткована на початку 2014 р., а рішення про припинення реінвестування було прийнято у 2023 р. Найбільшу питому вагу в обсягу купівлі в рамках даної програми мали активи державного сектору.

Ріксбанк у рамках експансивної монетарної політики у 2015 р. розпочав програму купівлі активів, серед яких переважну частину становили державні та покриті облігації. Внаслідок пандемії, у 2020 р. Ріксбанк розширив обсяги купівлі активів, але з 2023 р. було прийнято рішення повністю припинити дану програму купівлі активів й розпочати продаж державних облігацій.

Обмінний курс євро до долару США та до китайського юаню девальвував у 2022 р., але дещо відновився у наступних роках. Схожа ситуація також спостерігалась в динаміці обмінних курсів шведської крони та польського злотого до долару США та євро. Це свідчить про більші негативні наслідки повномасштабного вторгнення в Україну на економіку європейських країн.

Рівень інфляції в Німеччині у 2019-2020 рр. знаходився на рівні нижчому за цільовий показник. Однак через події 2022 р. даний показник значно збільшився і у 2022 р. майже досяг 7%. Швеція також мала низькі показники зростання цін до 2022 р. через переважно економічну стагнацію. При цьому у 2022-2023 рр. середній рівень інфляції оцінювався у 8,46%. У 2022 р. Польща мала рівень інфляції у більш, ніж 14%, що також значно перевищує показники минулих років. У наступних роках темпи зростання цін вдалось врегулювати завдяки діям національних банків.

Обсяг грошової маси в Німеччині знаходився на рівні близькому до ВВП країни. Для Швеції даний показник був також наближений до ВВП у 2021 р., однак через зусилля монетарної політики дане співвідношення зменшилось у наступних роках. Найнижче співвідношення грошової маси до ВВП простежувалось в Польщі. Зависоке співвідношення грошової маси до ВВП може нести в собі ризики девальвації валюти та фінансової нестабільності, а також може призвести до зменшення ефективності монетарної політики.

Отже, з даного аналізу можна зробити висновок, що національні банки Німеччини, Швеції та Польщі зіштовхнулись із схожими викликами, такими як

економічна невизначеність та глобальна нестабільність спричинена кризою пандемії та війною в Україні. Проте банки були здатні ефективно адаптувати свою монетарну політику для подолання та абсорбування негативних наслідків.

В рамках даної роботи також було проведено порівняльний аналіз впливу монетарної політики на економічний добробут на прикладі Німеччини, Швеції та Польщі. Для кожної з країн була побудована регресійна модель, де ВВП на душу населення виступав показником економічного добробуту та був залежною змінною. Серед незалежних змінних було обрано обсяг грошової маси, обсяг споживчих витрат, рівень інфляції та безробіття. З результатів побудованих моделей можна було спостерігати, що рівень інфляції не був статистично значимим показником в жодній моделі, що свідчить про відсутність його статистичного впливу на залежну змінну. З цього було прийнято рішення побудувати аналогічні моделі, але за винятком інфляції в незалежних змінних.

Отримані результати були наступними. В моделі для Німеччини лише споживчі витрати мали задовільне статистичне значення, що є очікуваним результатом, оскільки даний показник має вплив на ВВП. При цьому, в моделі для Німеччини даний показник мав більший коефіцієнт у порівнянні із моделями для Швеції та Польщі, що свідчить про його більший вплив на ВВП на душу населення Німеччини.

В моделі для Польщі статистично значущими виявились грошова маса та споживчі витрати, при цьому бета-коефіцієнт був більшим саме для споживчих витрат. Однак у моделі для Швеції грошова маса мала більший коефіцієнт, аніж споживчі витрати. Варто також відзначити, що усі три незалежні змінні були статистично значимими лише у шведській моделі. При цьому безробіття мала зворотній зв'язок із залежною змінною.

З цього можна зробити висновок, що вплив основних індикаторів монетарної політики не простежується в усіх досліджуваних країнах. Найменший

вплив монетарної політики для моделі Німеччині може пояснюватись тим, що напрямок монетарної політики визначається ЄЦБ, що може впливати на ефективність трансмісії політики в кожній окремій країні зони євро.

Монетарна політика України зіштовхнулася із значними викликами через повномасштабне вторгнення у 2022 р. Так, до війни Національний банк України (НБУ) використовував класичний режим таргетування інфляції та плаваючого обмінного курсу. Внаслідок військовим дій, НБУ перейшов до режиму фіксованого обмінного курсу та валютних обмежень, а потім і до гнучкого інфляційного таргетування. Основним інструментом монетарної політики НБУ були процентні ставки, які були значно підвищенні у відповідь на початок війни, що було направлено на стабілізацію економічного середовища. Однак, оскільки в умовах військового стану процентні ставки мають обмежену здатність виконувати основні функції монетарної політики, НБУ також вдався до жорстких валютних обмежень та до прив'язки обмінного курсу гривні до долару США задля стримування значної девальвації національної валюти. З даної причини частка долару США у міжнародних резервах України значно збільшилась у 2022-2024 рр. З 2022 р. можна було спостерігати значне збільшення обсягу операцій НБУ з мобілізації коштів банків, що було направлено на зменшення ліквідності в системі. Основними операціями на відкритому ринку НБУ є купівля та продаж облігацій внутрішньої державної позики. Отже, монетарна політика України була коректно адаптована під умови військового стану та повномасштабної війни для подолання економічної невизначеності.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Caitlin C. Monetary Policy Meaning, Types, and Tools. Investopedia. 2025. URL: <https://www.investopedia.com/terms/m/monetarypolicy.asp> (Дата звернення 22.03.2025)
2. What Is Monetary Policy? Council on Foreign Relations. CFR Education. 2025. URL: <https://education.cfr.org/learn/video/what-monetary-policy> (Дата звернення 22.03.2025)
3. Expansionary and Contractionary Monetary Policy. Federal Reserve Bank of St. Louis. 2021. URL: <https://www.stlouisfed.org/in-plain-english/expansionary-and-contractionary-policy> (Дата звернення 22.03.2025)
4. Kimberly A. Monetary Policy Tools and How They Work. The Balance. 2024. URL: <https://www.thebalancemoney.com/monetary-policy-tools-how-they-work-3306129> (Дата звернення 22.03.2025)
5. Federal Reserve Bank of San Francisco. Why Did the Federal Reserve Start Paying Interest on Reserve Balances Held on Deposit at the Fed? Does the Fed Pay Interest on Required Reserves, Excess Reserves, or Both? What Interest Rate Does the Fed Pay? 2019. URL: <https://www.frbsf.org/research-and-insights/publications/doctor-econ/2013/03/federal-reserve-interest-balances-reserves/> (Дата звернення 22.03.2025)
6. Unconventional Monetary Policy. Reserve Bank of Australia. URL: <https://www.rba.gov.au/education/resources/explainers/unconventional-monetary-policy.html> (Дата звернення 22.03.2025)
7. Monetary Policy. Corporate Finance Institute. URL: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/economics/monetary-policy/> (Дата звернення 22.03.2025)

8. Philipp H., Frank S. The First Twenty Years of the European Central Bank: Monetary Policy. ECB Working Paper No. 2219. 2019. P. 2-3. URL: <https://ssrn.com/abstract=3309645> (Дата звернення 23.03.2025)
9. Xavier D., Klaus M., Isabel V., Thadden L., Sebastian H., Mario A., Jens E., Tilman B., Othman B., Gabriel G., Sandor G., Felix H. Monetary-Fiscal Policy Interactions in the Euro Area. ECB Occasional Paper No. 2021/273. 2021. P.3. URL: <https://ssrn.com/abstract=3928294> (Дата звернення 23.03.2025)
10. Christos G. Future of the Economic and Monetary Union. European Banking Institute Working Paper Series 2022 - no. 129. 2022. P. 13-18. URL: <https://ssrn.com/abstract=4212947> (Дата звернення 23.03.2025)
11. Monetary regime at outset of full-scale war. National Bank of Ukraine. URL: <https://bank.gov.ua/en/monetary/about> (Дата звернення 30.03.2025)
12. Bohdan D., Ivan B. Monetary policy during the wartime: How to ensure macroeconomic stability. Investment Management and Financial Innovations, 19(2), 344-359. 2022. P. 2. URL: https://www.businessperspectives.org/images/pdf/applications/publishing/templates/article/assets/16720/IMFI_2022_02_Danylyshyn.pdf (Дата звернення 01.04.2025)
13. Valentin B., Pavel D., Fabio G., Theo I. Monetary policy in times of war: the case of Ukraine. Bank of France Publications and Statistics. 2024. URL: <https://www.banque-france.fr/en/publications-and-statistics/publications/monetary-policy-times-war-case-ukraine> (Дата звернення 01.04.2025)
14. Peterson K. O., Esther Okeke., Kingslep O. Wartime monetary policy: monetary policy options to adopt during war. 2024. P. 2-3. URL: <https://ssrn.com/abstract=4970187> (Дата звернення 01.04.2025)
15. Lia N., Rusiadi Ade N., Diwayana P. N., Suhendi B. E. Impact of Monetary Policy On Poverty Levels In Five ASEAN Countries. 2021. P. 1, 7-8. URL: <https://www.researchgate.net/profile/Lia->

Nasution/publication/363770041_IMPACT_OF_MONETARY_POLICY_ON_POVERTY_LEVELS_IN_FIVE_ASEAN_COUNTRIES/links/632d6a40c3948611741040d6/IMPACT-OF-MONETARY-POLICY-ON-POVERTY-LEVELS-IN-FIVE-ASEAN-

COUNTRIES.pdf?_sg%5B0%5D=started_experiment_milestone&origin=journalDetail&_rtd=e30%3D (Дата звернення 02.04.2025)

16. Jeremy K., Steve A. The Impact of Monetary Policy on Financial Stability. C.D. Howe Institute e-Brief 313. 2021. P. 1-2. URL: <https://ssrn.com/abstract=4094417> (Дата звернення 02.04.2025)

17. Adil M. I., Zahid Q. B. The Influence of Monetary Policy on the Economic Growth in European Union Countries. Cuadernos de Economia, Vol. 45. 2022. P. 1. URL: <https://cude.es/submit-a-manuscript/index.php/CUDE/article/view/241> (Дата звернення 02.04.2025)

18. Michele L., Jiri S. How does monetary policy affect income and wealth inequality? Evidence from quantitative easing in the euro. Journal of Applied Econometrics, Volume 39, Issue 5. 2024. URL: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1002/jae.3053> (Дата звернення 02.04.2025)

19. Key ECB interest rates. European Central Bank. URL: https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html (Дата звернення 23.04.2025)

20. Main refinancing operations. Regular refinancing and fine-tuning operations. Deutsche Bundesbank. Eurosystem. URL: <https://www.bundesbank.de/en/tasks/monetary-policy/open-market-operations/regular-refinancing-and-fine-tuning-operations/main-refinancing-operations-625946> (Дата звернення 23.04.2025)

21. Longer-term refinancing operations. Regular refinancing and fine-tuning operations. Deutsche Bundesbank. Eurosystem. URL: <https://www.bundesbank.de/en/tasks/monetary-policy/open-market-operations/regular-refinancing-and-fine-tuning-operations/longer-term-refinancing-operations-625936> (Дата звернення 23.04.2025)
22. ECB Main Refinancing Operations (MROs). Trading Economics Database. URL: <https://tradingeconomics.com/euro-area/refinancing-operations> (Дата звернення 23.04.2025)
23. ECB Longer-term Refinancing Operations (LTROs). Trading Economics Database. URL: <https://tradingeconomics.com/euro-area/longer-term-refinancing-operations> (Дата звернення 23.04.2025)
24. Germany Foreign Exchange Reserves. Trading Economics Database. URL: <https://tradingeconomics.com/germany/foreign-exchange-reserves> (Дата звернення 25.04.2025)
25. U.S. Dollars to Euro Spot Exchange Rate. Federal Reserve Bank Database. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/AEXUSEU> (Дата звернення 25.04.2025)
26. EUR/CNY Historical Data. FX Empire Database. URL: <https://www.fxempire.com/currencies/eur-cny/history> (Дата звернення 25.04.2025)
27. Minimum reserves. Deutsche Bundesbank. Eurosystem. URL: <https://www.bundesbank.de/en/tasks/monetary-policy/minimum-reserves/minimum-reserves-625912> (Дата звернення 25.04.2025)
28. Open market operations. European Central Bank. URL: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/index.en.html> (Дата звернення 25.04.2025)
29. Asset purchase programmes. European Central Bank. URL: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html> (Дата звернення 25.04.2025)

30. Inflation, consumer prices (annual %). World Bank Database. URL: <https://data.worldbank.org/indicator/FP.CPI.TOTL.ZG> (Дата звернення 25.04.2025)
31. Germany Money Supply. Trading Economics Database. URL: <https://tradingeconomics.com/germany/money-supply-m2#:~:text=Money%20Supply%20M2%20in%20Germany%20averaged%201051.00%20EUR%20Billion%20from,source%3A%20Deutsche%20Bundesbank> (Дата звернення 26.04.2025)
32. Development of the money supply M2 in the euro area from 2001 to 2024. Statista Database. URL: <https://www.statista.com/statistics/254226/development-of-the-money-supply-m2-in-the-euro-area/> (Дата звернення 26.04.2025)
33. Policy rate, deposit and lending rate. Sveriges Riksbank. URL: <https://www.riksbank.se/en-gb/statistics/interest-rates-and-exchange-rates/policy-rate-deposit-and-lending-rate/> (Дата звернення 28.04.2025)
34. Monetary policy instruments. Sveriges Riksbank. URL: <https://www.riksbank.se/en-gb/markets/operational-framework-for-the-implementation-of-monetary-policy/monetary-policy-instruments/> (Дата звернення 28.04.2025)
35. Riksbank Certificates. Sveriges Riksbank. URL: <https://www.riksbank.se/en-gb/markets/market-operations/riksbank-certificates/> (Дата звернення 28.04.2025)
36. Riksbank Certificates – Historical Data. Sveriges Riksbank. URL: <https://www.riksbank.se/en-gb/markets/market-operations/riksbank-certificates/historical-data---riksbank-certificates/> (Дата звернення 28.04.2025)
37. Monetary policy repos - historical data. Sveriges Riksbank. URL: <https://www.riksbank.se/en-gb/markets/market-operations/historical-data--monetary-policy-repos/> (Дата звернення 28.04.2025)

38. Government bonds. Sveriges Riksbank. URL: <https://www.riksbank.se/en-gb/markets/the-riksbanks-securities-holdings/government-bonds/> (Дата звернення 28.04.2025)
39. Securities holdings in SEK. Sveriges Riksbank. URL: <https://www.riksbank.se/en-gb/markets/the-riksbanks-securities-holdings/> (Дата звернення 28.04.2025)
40. The gold and foreign currency reserve. Sveriges Riksbank. URL: <https://www.riksbank.se/en-gb/markets/the-gold-and-foreign-currency-reserve/> (Дата звернення 02.05.2025)
41. Sweden Foreign Exchange Reserves. Trading Economics Database. URL: <https://tradingeconomics.com/sweden/foreign-exchange-reserves> (Дата звернення 02.05.2025)
42. US Dollar (USD) to Swedish Krona (SEK) Historical Exchange Rates. Exchange Rates Database. URL: <https://www.exchange-rates.org/exchange-rate-history/usd-sek> (Дата звернення 02.05.2025)
43. Euro (EUR) to Swedish Krona (SEK) Historical Exchange Rates. Exchange Rates Database. URL: <https://www.exchange-rates.org/exchange-rate-history/eur-sek> (Дата звернення 02.05.2025)
44. Monetary Aggregates and Their Components: Broad Money and Components: for Sweden. Federal Reserve Bank Database. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/MABMM301SEA189S> (Дата звернення 02.05.2025)
45. Central Bank Instruments. Narodowy Bank Polski. URL: <https://nbp.pl/en/statistic-and-financial-reporting/instruments/> (Дата звернення 02.05.2025)
46. Banking Sector Liquidity, Monetary Policy Instruments of Narodowy Bank Polski. Annual Report 2023. Domestic Operations Department. Narodowy Bank Polski. 2024. P. 7-15. URL: <https://nbp.pl/wp->

- content/uploads/2024/08/DKO_WM_Raport_Roczny_Plynnosc_sektora_bankowego_2023_A4_2024_MP_v1.4-EN-INT.pdf (Дата звернення 02.05.2025)
47. NBP operations. Narodowy Bank Polski. URL: <https://nbp.pl/en/statistic-and-financial-reporting/financial-markets/nbp-operations/> (Дата звернення 02.05.2025)
48. Poland Foreign Exchange Reserves. Trading Economics Database. URL: <https://tradingeconomics.com/poland/foreign-exchange-reserves> (Дата звернення 02.05.2025)
49. US Dollar (USD) to Polish Zloty (PLN) Historical Exchange Rates. Exchange Rates Database. URL: <https://www.exchange-rates.org/exchange-rate-history/usd-pln> (Дата звернення 05.05.2025)
50. Euro (EUR) to Polish Zloty (PLN) Historical Exchange Rates. Exchange Rates Database. URL: <https://www.exchange-rates.org/exchange-rate-history/eur-pln> (Дата звернення 05.05.2025)
51. Monetary aggregates. Narodowy Bank Polski. URL: <https://nbp.pl/en/statistic-and-financial-reporting/monetary-and-financial-statistics/divisia/> (Дата звернення 05.05.2025)
52. Монетарна політика. Національний Банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/monetary> (Дата звернення 05.05.2025)
53. Про монетарну політику. Національний Банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/monetary/about> (Дата звернення 05.05.2025)
54. Монетарні операції НБУ з банками: процентні ставки. Національний Банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/markets/interest-rates?startDate=01.01.2019&endDate=31.12.2024> (Дата звернення 05.05.2025)
55. Інструменти монетарної політики. Національний Банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/monetary/tools#1> (Дата звернення 05.05.2025)
56. Офіційний курс гривні щодо іноземних валют. Національний Банк України. URL:

<https://bank.gov.ua/ua/markets/exchangerates?date=27.03.2024&period=daily> (Дата звернення 05.05.2025)

57. Динаміка міжнародних резервів. Національний Банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/markets/international-reserves-allinfo/dynamics?startDate=01.01.2020&endDate=01.01.2025> (Дата звернення 05.05.2025)

58. Структура міжнародних резервів у розрізі валют. Національний Банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/markets/international-reserves-allinfo/currency-structure> (Дата звернення 05.05.2025)

59. Обов'язкові резерви. Національний Банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/markets/money-market/reserve-requirements-chart> (Дата звернення 05.05.2025)

60. Обсяг операцій НБУ з регулювання ліквідності банків. Національний Банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/markets/liquidity?startDate=01.01.2019&endDate=31.12.2024> (Дата звернення 05.05.2025)

61. Операції на вторинному ринку по типам операцій по ОВДП. Національний Банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/markets/ovdp/otc-transactions-operations?startDate=19.05.2020&endDate=31.12.2024&value=cost> (Дата звернення 05.05.2025)

62. Ukraine Money Supply. Trading Economics Database. URL: <https://tradingeconomics.com/ukraine/money-supply-m2> (Дата звернення 05.05.2025)

63. GDP per capita (current LCU). World Bank Database. URL: <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.PCAP.CN> (Дата звернення 05.05.2025)

ДОДАТКИ

Модель	R	R-квадрат	Скорректированный R-квадрат	Стандартная ошибка оценки
1	,980 ^a	,960	,951	1661,35709

а. Предикторы: (константа), Unempl, Infl, Broad_Money, ConsSpend

ANOVA^a

Модель		Сумма квадратов	ст. св.	Средний квадрат	F	Значимость
1	Регрессия	1,074E+9	4	268456454	97,263	,000 ^b
	Остаток	44161718,1	16	2760107,38		
	Всего	1,118E+9	20			

а. Зависимая переменная: GDP p/c
б. Предикторы: (константа), Unempl, Infl, Broad_Money, ConsSpend

Коэффициенты^a

Модель		Нестандартизованные коэффициенты		Стандартизованные коэффициенты	t	Значимость
		B	Стандартная ошибка	Бета		
1	(Константа)	-18190,761	12545,512		-1,450	,166
	Broad_Money	2771,999	2575,900	,302	1,076	,298
	ConsSpend	28,935	10,629	,870	2,722	,015
	Infl	-162,690	296,742	-,036	-,548	,591
	Unempl	545,030	368,062	,193	1,481	,158

а. Зависимая переменная: GDP p/c

Рис. А.1. Результаты регрессийной модели для Германии за формулой (2.1)

Джерело: розраховано автором.

Модель	R	R-квадрат	Скорректированный R-квадрат	Стандартная ошибка оценки
1	,993 ^a	,986	,983	10899,2729

a. Предикторы: (константа), Unempl, Infl, Broad_Money, ConsSpend

ANOVA^a

Модель		Сумма квадратов	ст.св.	Средний квадрат	F	Значимость
1	Регрессия	1,385E+11	4	3,462E+10	291,411	,000 ^b
	Остаток	1,901E+9	16	118794150		
	Всего	1,404E+11	20			

a. Зависимая переменная: GDP p/c

b. Предикторы: (константа), Unempl, Infl, Broad_Money, ConsSpend

Коэффициенты^a

Модель		Нестандартизованные коэффициенты		Стандартизованные коэффициенты	t	Значимость
		B	Стандартная ошибка	Бета		
1	(Константа)	238649,259	25208,331		9,467	,000
	Broad_Money	50,377	5,293	,738	9,517	,000
	ConsSpend	50,557	14,307	,275	3,534	,003
	Infl	967,847	1379,700	,028	,701	,493
	Unempl	-8163,713	3592,642	-,078	-2,272	,037

a. Зависимая переменная: GDP p/c

Рис. А.2. Результаты регрессийной модели для Швеции за формулой (2.1)

Джерело: розраховано автором.

Модель	R	R-квадрат	Скорректированный R-квадрат	Стандартная ошибка оценки
1	,995 ^a	,990	,987	2400,3902

a. Предикторы: (константа), Unempl, Infl, Broad_Money, ConsSpend

ANOVA^a

Модель		Сумма квадратов	ст. св.	Средний квадрат	F	Значимость
1	Регрессия	9,013E+9	4	2,253E+9	391,052	,000 ^b
	Остаток	92189971,2	16	5761873,20		
	Всего	9,105E+9	20			

a. Зависимая переменная: GDP p/c

b. Предикторы: (константа), Unempl, Infl, Broad_Money, ConsSpend

Коэффициенты^a

Модель		Нестандартизованные коэффициенты		Стандартизованные коэффициенты	t	Значимость
		B	Стандартная ошибка	Бета		
1	(Константа)	-4103,896	4533,697		-,905	,379
	Broad_Money	17,325	5,193	,511	3,336	,004
	ConsSpend	27,562	8,022	,529	3,436	,003
	Infl	242,314	198,973	,041	1,218	,241
	Unempl	342,634	221,877	,076	1,544	,142

a. Зависимая переменная: GDP p/c

Рис. А.3. Результаты регрессийной модели для Польщі за формулою (2.1)

Джерело: розраховано автором.

Сводка для модели					
Модель	R	R-квадрат	Скорректированный R-квадрат	Стандартная ошибка оценки	
1	,980 ^a	,960	,953	1626,82218	

а. Предикторы: (константа), Unempl, Broad_Money, ConsSpend

ANOVA ^a						
Модель		Сумма квадратов	ст.св.	Средний квадрат	F	Значимость
1	Регрессия	1,073E+9	3	357665393	135,144	,000 ^b
	Остаток	44991357,0	17	2646550,41		
	Всего	1,118E+9	20			

а. Зависимая переменная: GDP p/c
 б. Предикторы: (константа), Unempl, Broad_Money, ConsSpend

Коэффициенты ^a						
Модель		Нестандартизованные коэффициенты		Стандартизованные коэффициенты	t	Значимость
		B	Стандартная ошибка	Бета		
1	(Константа)	-14706,765	10592,144		-1,388	,183
	Broad_Money	2995,238	2490,641	,326	1,203	,246
	ConsSpend	26,529	9,479	,798	2,799	,012
	Unempl	448,307	316,311	,159	1,417	,174

а. Зависимая переменная: GDP p/c

Рис. Б.1. Результаты регрессийной модели для Германии за формулой (2.2)

Джерело: розраховано автором.

Сводка для модели				
Модель	R	R-квадрат	Скорректированный R-квадрат	Стандартная ошибка оценки
1	,993 ^a	,986	,984	10735,2192

а. Предикторы: (константа), Unempl, Broad_Money, ConsSpend

ANOVA ^a						
Модель		Сумма квадратов	ст.св.	Средний квадрат	F	Значимость
1	Регрессия	1,384E+11	3	4,614E+10	400,346	,000 ^b
	Остаток	1,959E+9	17	115244931		
	Всего	1,404E+11	20			

а. Зависимая переменная: GDP p/c
 б. Предикторы: (константа), Unempl, Broad_Money, ConsSpend

Коэффициенты ^a						
Модель		Нестандартизованные коэффициенты		Стандартизованные коэффициенты	t	Значимость
		B	Стандартная ошибка	Бета		
1	(Константа)	243235,404	23979,359		10,144	,000
	Broad_Money	51,249	5,068	,751	10,112	,000
	ConsSpend	51,911	13,963	,282	3,718	,002
	Unempl	-9233,220	3204,128	-,089	-2,882	,010

а. Зависимая переменная: GDP p/c

Рис. Б.2. Результаты регрессийной модели для Швеции за формулою (2.2)

Джерело: розраховано автором.

Сводка для модели

Модель	R	R-квадрат	Скорректированный R-квадрат	Стандартная ошибка оценки
1	,994 ^a	,989	,987	2434,2574

a. Предикторы: (константа), Unempl, ConsSpend, Broad_Money

ANOVA^a

Модель		Сумма квадратов	ст. св.	Средний квадрат	F	Значимость
1	Регрессия	9,004E+9	3	3,001E+9	506,515	,000 ^b
	Остаток	100735357	17	5925609,21		
	Всего	9,105E+9	20			

a. Зависимая переменная: GDP p/c

b. Предикторы: (константа), Unempl, ConsSpend, Broad_Money

Коэффициенты^a

Модель		Нестандартизованные коэффициенты		Стандартизованные коэффициенты	t	Значимость
		B	Стандартная ошибка	Бета		
1	(Константа)	-6313,539	4213,411		-1,498	,152
	Broad_Money	15,381	5,012	,453	3,069	,007
	ConsSpend	32,108	7,200	,616	4,459	,000
	Unempl	385,027	222,221	,085	1,733	,101

a. Зависимая переменная: GDP p/c

Рис. Б.3. Результаты регрессийной модели для Польщі за формулою (2.2)

Джерело: розраховано автором.