

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 «магістр»

**на тему: «МОНЕТАРНА ПОЛІТИКА ЯК КЛЮЧОВИЙ ВАЖІЛЬ
РЕАЛІЗАЦІЇ АНТИКРИЗОВИХ ЗАХОДІВ В ЕКОНОМІЦІ КРАЇН»**
**«Monetary policy as a key tool for implementing anti-crisis actions in the
economy of countries»**

Виконала: здобувачка денної форми навчання
Спеціальності 292 «Міжнародні економічні
відносини»

Освітня програма «Міжнародні економічні
відносини»

Рибалко Оксана Ігорівна

Науковий керівник: д.філософ. доц.
Алексеевська Г.С.

Рецензент: к.е.н., доц. Крючкова Н.М.

Рекомендовано до захисту:

Протокол засідання кафедри

№ __ від __. __. 20__ р.

Захищено на засіданні ЕК №

протокол № __ від __. __. 20__ р.

Оцінка _____ / _____ / _____

Завідувач кафедри

Голова ЕК

_____ Якубовський С.О.

_____ Пічугіна Ю.В.

ЗМІСТ

ВСТУП.....	3
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ АНАЛІЗУ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ КРАЇНИ	6
1.1 Поняття монетарної політики та її значення в економіці	6
1.2 Теоретичні основи досліджень щодо використання інструментів монетарної політики в кризових умовах	10
РОЗДІЛ 2. ДОСЛІДЖЕННЯ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ ТА ЇЇ ІНСТРУМЕНТІВ ПІД ЧАС РЕАЛІЗАЦІЇ АНТИКРИЗОВИХ ЗАХОДІВ В ЕКОНОМІЦІ КРАЇН	17
2.1 Дослідження монетарної політики Європейського Центрального Банку під час кризових явищ в економіці	17
2.2 Вивчення проведеної монетарної політики Федеральної Резервної Системи США та її антикризових заходів	37
РОЗДІЛ 3. ОСОБЛИВОСТІ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ УКРАЇНИ	53
3.1 Розвиток монетарної політики України	53
3.2 Рекомендації щодо реформ монетарної політики України на прикладі ЄЦБ та ФРС США	61
ВИСНОВКИ	63
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	68
ДОДАТКИ	73

ВСТУП

Розвиток процесів глобалізації та сучасні фінансові ринки в умовах глобалізації генерують нові економічні загрози та ризики, нехтування якими призводить до розвитку нових кризових явищ та робить аналіз монетарної політики більш обмеженим і недостатньо відповідним сучасним реаліям. Комплекс заходів у галузі валютного обігу та використання коштів називається монетарною політикою. Її основною метою є регуляція економічної активності в країні та боротьба з інфляцією. Ефективність монетарної політики визначається її націленістю стимулювати зростання обсягів кредитування та випуску грошової маси або ж навпаки - обмежувати та стримувати їх.

Актуальність роботи пояснюється наявністю монетарної політики, спрямованої на регулювання обсягів грошової маси з ціллю стабілізувати сукупні обсяги національного виробництва, рівня зайнятості та рівня цін, а також теорією, що від грамотного й ефективного здійснення монетарної політики безпосередньо залежить стійкість фінансової системи та економіки держав загалом.

Метою дипломної роботи є дослідження монетарної політики Європейського Центрального Банку, Федеральної Резервної Системи США та Національного Банку України під час криз у період 2000-2023 років на основі аналізу інструментів монетарної політики та порівняння ефективності проведених реформ.

Відповідно до мети необхідно вирішити наступні задачі:

- проаналізувати теоретичні поняття щодо монетарної політики, її інструментів та заходів під час світових криз;
- провести аналіз теоретичних основ досліджень щодо використання інструментів монетарної політики в кризових умовах Європейським Центральним Банком та Федеральною Резервною Системою США;

- провести дослідження основних інструментів монетарної політики та їх впливу на реформування структури Європейського Центрального Банку;
- проаналізувати антикризові реформи монетарної політики Федеральної Резервної Системи США;
- провести порівняльний аналіз особливостей монетарної політики Європейського Центрального Банку та Федеральної Резервної Системи США з Україною;
- розробити рекомендації для проведення реформ монетарної політики України на прикладі Європейського Центрального Банку та Федеральної Резервної Системи США.

Об'єктом дипломної роботи є монетарна політика країни в кризових умовах.

Предметом дипломної роботи є дослідження реформ монетарної політики, які проводились Європейським Центральним Банком, Федеральною Резервною Системою США та Національним Банком України в кризових умовах.

Дипломна робота складається зі вступу, трьох розділів, висновку, списку використаних джерел та додатків.

У першому розділі "Теоретичні засади аналізу монетарної політики країни" досліджено основні поняття монетарної політики та її складових. Аналіз особливостей нетрадиційної монетарної політики було поглиблено в частині визначення сутності нетрадиційної монетарної політики. Додатково, для розкриття сутності монетарної політики, було проаналізовано інструменти монетарної політики, які включають традиційні та нетрадиційні методи, а також мету їх застосування.

Другий розділ "Дослідження монетарної політики та її інструментів під час реалізації антикризових заходів в економіці країн " було досліджено особливості впливу традиційних та нетрадиційних інструментів монетарної політики на функціонування економік країн Євросони та США. У роботі

наведені показники, які здійснюють безпосередній вплив на проведення монетарної політики та її наслідки. Результати проведеного аналізу дали змогу виявити спільні та відмінні риси у підходах до реалізації нетрадиційної монетарної політики Європейського Центрального Банку, який застосовував політику від'ємних процентних ставок, та Федеральної Резервної Системи США, яка реалізовувала нетрадиційну монетарну політику кількісного пом'якшення, поєднуючи з традиційною регуляцією процентних ставок. Результати регресійного аналізу дозволили підтвердити тезу про позитивний вплив нетрадиційної монетарної політики на економіку країн.

У третьому розділі «Особливості монетарної політики України» проаналізовані та описані реформи монетарної політики України, використання традиційних монетарних інструментів, таких як валютні інтервенції та зміна облікової ставки.

При написанні роботи були використані порівняльний, статистичний, графічний методи, метод кореляційно-регресійного аналізу.

Дипломна робота апробована на всеукраїнській науковій конференції молодих вчених «Проблеми розвитку суспільства та держави: сучасні наукові виклики» Грудень 2022 року.

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ АНАЛІЗУ ЕКОНОМІЧНОГО РОЗВИТКУ КРАЇНИ

1.1 Поняття монетарної політики та її значення в економіці

Монетарна або грошово-кредитна політика – важіль державного регулювання економіки, ефективний та результативний механізм регулювання економічного циклу та усунення спаду виробництва. Головною ціллю монетарної політики є досягнення рівноваги на національному ринку, що характеризується абсолютною зайнятістю та нульовою інфляцією. Сутність цієї політики зводиться до регламентування розміру грошової маси з метою економічної стабілізації. Реалізація монетарної політики здійснюється за допомогою різних інструментів, включаючи коригування процентних ставок, купівлю або продаж державних цінних паперів та зміну обсягу готівки, що обертається в економіці. Центральний банк або аналогічна регуляторна організація відповідає за розробку цієї політики. [1]

Починаючи з інфляції можна додати, що політика може таргетувати рівень інфляції. Якщо центральні банки не є незалежними, на монетарну політику можуть впливати короткострокові політичні інтереси, які можуть бути несумісними з інфляційними цілями. В деяких випадках інфляційні цілі можуть не відповідати іншим макроекономічним умовам. Наприклад, країна з великим боргом, яка прагне досягти дуже низького рівня інфляції, може не викликати довіри, оскільки уряд може бути зацікавлений у вищих темпах інфляції, щоб розмити реальну вартість боргу. [2]

Аналізуючи таке явище як безробіття зі сторони грошово-кредитної політики можна привести приклад експансіоністської монетарної політики. Дана політика сприяє зростанню економічної активності. Завдяки зниженню процентних ставок заощадження стають менш привабливими, а споживчі витрати та запозичення збільшуються, як правило, додатково, знижується

рівень безробіття, оскільки вища пропозиція грошей стимулює ділову активність, що призводить до розширення ринку праці.

Обмінні курси валют – цільові орієнтири грошово-кредитної політики. Використовуючи свої повноваження, Центральний Банк може регулювати обмінні курси між національною та іноземною валютами. Наприклад, Центральний Банк може збільшити пропозицію грошей, випускаючи більше валюти. В такому випадку національна валюта стає дешевшою по відношенню до іноземних аналогів. [3]

Наразі існує 2 течії монетарної політики – традиційна та нетрадиційна. У таблиці 1.1 наведено традиційна та нетрадиційні інструменти грошово-кредитної політики.

Таблиця 1.1

Традиційні та нетрадиційні інструменти монетарної політики

Традиційна політика	Нетрадиційна політика
Регулювання процентних ставок	Валютне стимулювання
Гроші, які банки повинні тримати в касі протягом доби. Вони можуть зберігати резерв у своїх сховищах або в центральному банку. Низькі резервні вимоги дозволяють банкам надавати кредити під більшу частину своїх депозитів. Це стимулююча політика, оскільки вона створює кредит.	Інструмент, що використовується Центральними Банками для збільшення грошової маси та стимулювання економічного зростання. По-перше, Банки роблять кредитування дешевшим і простішим за рахунок зниження відсоткових ставок. Другий спосіб полягає в тому, щоб просто додаткові гроші функціонували в економіці, наприклад, за допомогою масової купівлі облігацій.
Операції на відкритому ринку	Перспективні рекомендації розвитку
Центральний банк купує цінні папери у приватних банків країни або продають їх їм. Коли центральний банк купує цінні папери, він додає готівку до банківських резервів. Це дає їм більше грошей для кредитування. Коли центральний банк продає цінні папери, він розміщує їх на балансах банків і зменшує свої запаси готівки.	Центральний банк повідомляє громадськості про свої наміри щодо майбутньої монетарної політики, фізичні та юридичні особи ухвалювати рішення щодо витрат та інвестицій у довгостроковій перспективі, забезпечуючи тим самим стабільність і впевненість на ринках. Як наслідок, перспективні вказівки впливають на поточні економічні умови.

	<p style="text-align: center;">Кількісне пом'якшення</p> <p>Під час рецесії центральний банк може купувати інші цінні папери на відкритому ринку, окрім державних облігацій. Кількісне пом'якшення знижує відсоткові ставки, одночасно збільшуючи грошову масу. Фінансові установи наповнюються капіталом для стимулювання кредитування та ліквідності. У цей час нові гроші не друкуються.</p>
Встановлення норм банківського резервування	Кредитне пом'якшення
<p>Центральний банк сплачує відсотки за надлишкові резерви банків. Щоб банки надавали більше кредитів, центральний банк знижує ставку за надлишковими резервами. Щоб банки надавали менше кредитів, то підвищується ставка.</p>	<p>Використання не тільки найбільш ліквідних активів, а й приймання в заставу і менш ліквідних, центральні банки беруть на себе ризик ліквідності цих активів.</p>
	<p style="text-align: center;">Від'ємні депозитні ставки</p> <p>За такої політики центральні банки стягують з комерційних банків відсоткову ставку за їхніми депозитами. Мета полягає в тому, щоб спонукати комерційні банки витратити та надавати кредити замість того, щоб зберігати свої грошові резерви. Зберігання грошових резервів втрачає цінність через від'ємну відсоткову ставку.</p>

Джерело: складено автором на основі [4].

У періоди глибокої економічної кризи традиційні інструменти монетарної політики можуть виявитися неефективними для досягнення поставлених цілей. Тоді для прискорення економічного зростання та стимулювання попиту можуть застосовуватися нетрадиційні методи монетарної політики.

Першочергові задачі монетарної політики - це управління інфляцією або безробіттям та підтримка валютного курсу.

Для досягнення цілей Центральні банки використовують різні інструменти, наприклад: коригування процентних ставок, зміна резервних вимог та операції на відкритому ринку.

Кредитне пом'якшення проявляється таким чином, що Центральний Банк може впливати на відсоткові ставки, змінюючи облікову ставку. Наприклад, якщо Центральний Банк підвищує облікову ставку, вартість запозичень для банків зростає. Як наслідок, банки підвищують відсоткову ставку, яку вони стягують зі своїх клієнтів. Таким чином, вартість запозичень в економіці зростає, а пропозиція грошей зменшиться.

Зміна резервних вимог – важливий інструмент монетарної політики. Зазвичай Центральні Банки фіксують мінімальну суму резервів, яку повинен тримати комерційний банк. Шляхом зміни норми обов'язкових резервів Центральний Банк може впливати на пропозицію грошей в економіці. Якщо монетарна влада збільшує норму обов'язкових резервів, комерційні банки мають менше грошей для кредитування своїх клієнтів, а отже, пропозиція грошей зменшується. Комерційні банки не можуть використовувати резерви для надання кредитів або фінансування інвестицій у нові підприємства. Оскільки це є втраченою можливістю для комерційних банків, центральні банки платять їм відсотки на резерви. Ці відсотки відомі як IOR або IORR (відсоток за резервами або відсоток за обов'язковими резервами).

Останній інструмент – операції на відкритому ринку. Центральний Банк може купувати або продавати цінні папери, випущені урядом, щоб впливати на пропозицію грошей, наприклад, Центральний Банк може купувати державні облігації. В результаті банки отримують більше грошей, щоб збільшити обсяги кредитування та грошову масу в економіці. [5], [6]

Після світової фінансової кризи, яка почалася в 2007 році, Центральні Банки в розвинутих економіках пом'якшили монетарну політику, знизивши процентні ставки, доки короткострокові ставки не наблизилися до нуля, обмеживши можливості для додаткових скорочень. Деякі Центральні Банки використовували нетрадиційну монетарну політику, купуючи довгострокові облігації для подальшого зниження довгострокових ставок. Деякі навіть взяли короткострокові ставки нижче нуля. У відповідь на пандемію COVID-19 Центральні Банки вжили заходів, щоб пом'якшити монетарну політику,

забезпечити ліквідність ринків і підтримувати потік кредитів. Щоб пом'якшити стрес на ринках валюти та облігацій, Центральні Банки в багатьох країнах, що розвиваються, використовували валютні інтервенції та вперше програми купівлі активів. Нещодавно у відповідь на стрімке зростання інфляції центральні банки в усьому світі посилили монетарну політику, підвищивши процентні ставки.

Світова фінансова криза 2007-2009 рр. показала, що країнам необхідно виявляти та стримувати ризики для фінансової системи в цілому. Багато Центральних Банків застосували пруденційні інструменти та встановили рамки макропруденційної політики для сприяння фінансовій стабільності. Макропруденційні інструменти використовуються для створення буферів і утримання вразливостей, які роблять фінансову систему вразливою до потрясінь. Це зменшує ймовірність того, що потрясіння у фінансовій системі порушать надання фінансових послуг і спричинять серйозні негативні наслідки для економіки. Центральні банки мають хороші можливості для проведення макропруденційної політики, оскільки вони здатні аналізувати системний ризик і часто є відносно незалежними та автономними. Незалежність і автономія є важливими, тому що установа, відповідальна за макропруденційну політику, повинна бути в змозі протистояти політичному тиску та протидії галузевих груп. [7]

Отже, можна зробити висновок, що інструменти монетарної політики є невід'ємною частиною управління державою та її фінансами. Центральні банки відіграють у державі роль управління усіма фінансовими операціями країни напряму чи опосередковано.

1.2 Теоретичні основи досліджень щодо використання інструментів монетарної політики в кризових умовах

У статті Йотін Джинджарак, Рашад Ахмед, Самір Наїр-Десаї, Вейнінг Сінь, Джошуа Айзенман «Пандемічні шоки та фіскально-монетарна політика

в Єврозоні: Домінування COVID-19 у січні-червні 2020 року» автори порівнюють важливість ринкових факторів із динамікою COVID-19 і реакцією політики на пояснення суверенних спредів Єврозони. По-перше, оцінено багатофакторну модель для змін кредитно-дефолтних свопів (CDS) з 2014 року по червень 2019 року. Отже, виявлено, що розбіжність у березні 2020 року добре враховується специфічними ризиками COVID та пов'язаними політиками, результатами смертності та оголошеннями політики, а не традиційні детермінанти. Щоденне розширення CDS припинилося майже одразу після того, як Європейський центральний банк оголосив про програму екстрених закупівель у зв'язку з пандемією, але розбіжність між фактичними змінами та змінами, що передбачаються моделлю, збереглася. Це вказує на домінування COVID-19 — розширення розповсюдження під час пандемії призвело до нетрадиційної монетарної політики, яка в першу чергу спрямована на пом'якшення короткострокових побоювань, тимчасово відсуваючи занепокоєння щодо фіскального ризику.

Аналізуючи політику ЄЦБ щодо COVID-19 у контексті короткої історії Єврозони та її майбутніх проблем. Криза євро 2010–2015 рр. оголила зростаючу асиметрію, спричинену нестабільними бурхливими запозиченнями GIPS протягом 2000–2008 рр., які фінансувалися переважно Німеччиною, Францією та іншими основними країнами. Криза викликала болісні внутрішні коригування та різке скорочення зростання GIPS; у той час, коли Німеччина та інші основні країни здебільшого підтримували позитивне та потужне зростання. На відміну від цього, криза COVID-19 є глобальною пандемією, яка негативно впливає на країни Єврозони, незалежно від їхньої історії запозичень і кредитування. Пандемія спонукала більшість країн Єврозони дотримуватись подібної політики стримування під час першої хвилі зараження та смертності, що призвело до різкого скорочення попиту та виробництва, розподілених між країнами Єврозони більш рівномірно, ніж падіння зростання протягом 2010–2015 років. Боргова криза GIPS 2010–2012 рр. дала чіткий урок щодо ризику затримки політичних заходів у часи небезпеки, викликавши самореалізовану

динаміку та спричинивши погану рівновагу, пов'язану з розпродажами, дефолтами та фінансовим крахом. Нависаючі загрози прискороного зараження COVID-19 і смертності ставлять боротьбу з медичними та економічними ризиками як головний пріоритет Єврозони. Результатом є «домінування COVID-19» — швидка мобілізація ресурсів для фінансування медичної системи та місцевих органів влади, які стикаються з надзвичайними витратами, які змушені надавати екстрені кредити корпоративному сектору, щоб мінімізувати дорогі банкрутства та ліквідації. Домінування COVID-19 свідчить про необхідність продовжувати ці нетрадиційні операції на темпах, продиктованих динамікою пандемії, ймовірно, до появи ефективної вакцинації або «колективного імунітету».

Результатом стало надання достатньої кількості ліквідних коштів і кредитів, рефінансування існуючих боргів за низькими відсотковими ставками. Докази, наведені в цьому документі, показують, що впровадження PEPP суттєво зменшило розкид суверенних спредів Єврозони. Під час перших хвиль пандемії (січень–червень 2020 р.) ця політика запобігла самореалізованому напливу державного та корпоративного боргу, таким чином вивільняючи та фінансуючи ресурси, необхідні для боротьби з медичними та економічними наслідками пандемії. Таким чином, ця політика розширила фіскальний простір для GIPS та інших боржників країни, підтримуючи експансіоністську фіскальну політику, необхідну для фінансування медичної та економічної боротьби, пов'язаної з COVID-19. [8]

У дослідженні Крістоф Блот, Жером Креель, Поль Юбер та Фаб'єн Лабонданс у статті «Роль монетарної політики ЄЦБ та фінансового стресу на дохідність суверенних облігацій Єврозони» проаналізовано роль як купівлі активів ЄЦБ, так і фінансового стресу під час кризи державного боргу в Єврозоні. У статті розкрито тему еволюції довгострокових процентних ставок для Єврозони в цілому та для деяких держав-членів з того часу, як ЄЦБ почав купувати цінні папери для цілей монетарної політики, досліджено потенційну ендогенність між нетрадиційною монетарною політикою та фінансовим

стресом, а також контролюємо чотири категорії основ: макроекономічні, міжнародні, фінансові та очікування. Отже, можна сказати, що експансіоністські нетрадиційні монетарні потрясіння знизили рівень прибутковості державних облігацій, тоді як екзогенні потрясіння, викликані фінансовим стресом, не мали жодного ефекту. Цей результат надійний для представлення ARCH, для довшої вибірки та для панельної оцінки. Крім того, фінансовий стрес у певній країні позитивно вплинув на зміну прибутковості суверенних облігацій, тоді як нетрадиційні монетарні шоки мали негативний ефект. Результати показують, що нетрадиційна політика ЄЦБ була ефективною для пом'якшення суверенних ризиків у різних країнах Єврозони.[9]

У статті «Вплив шоків монетарної політики на макроекономічні змінні: Докази з Єврозони» реакцію промислового виробництва та інфляції на шоки монетарної політики, використовуючи нові вибіркові дані Європейського центрального банку (ЄЦБ). Згідно з існуючою літературою, виробництво краще реагує на шоки монетарної політики, маючи падіння понад 0,5% і починаючи свій спад через 10 місяців після шоку на 100 базисних пунктів. І навпаки, реакція інфляції на шок монетарної політики дуже слабка. З іншого боку, реакція на інфляцію слабша порівняно з дослідженнями у Великій Британії та Сполучених Штатах.

Вимірювання ефекту грошово-кредитної політики та потрясінь монетарної політики є одним із найбільш обговорюваних питань у макроекономіці. У цьому документі представлені нові докази наслідків нового виміру потрясінь монетарної політики в Єврозоні. Відповідно до наявної літератури та використовуючи нарративний підхід, представлено емпіричні результати шоків монетарної політики щодо виробництва та інфляції в Єврозоні. Зокрема, результати показують, що виробництво більше реагує на потрясіння монетарної політики порівняно з інфляцією. Загалом висновки пропонують нові результати щодо реакції економіки Єврозони на шоки

монетарної політики та визнають важливість розуміння детермінант змін процентних ставок для правильної оцінки їх впливу. [10]

У дослідженні «Реакція фондового ринку Єврозони на монетарні інтервенції та інші коваріанти» аналізується вплив експансійної монетарної політики ЄЦБ на прибутковість акцій країн Єврозони за допомогою економетричного методу панельної регресії. Кілька попередніх досліджень досліджували вплив монетарної політики головним чином на ринки капіталу Єврозони. Світова фінансова система зазнала безпрецедентного тиску на початку економічної кризи. Існувала велика невизначеність щодо фінансового стану значущих у всьому світі фінансових установ, що призвело до колапсу фінансової діяльності. Наближення суверенної боргової кризи змусило периферійні країни Єврозони подати заявку на програми економічного регулювання, щоб отримати фінансову підтримку. Під час фінансової кризи грошово-кредитний орган Єврозони запровадив широкий набір стандартних і нетрадиційних політичних інтервенцій, щоб зменшити невизначеність і ризик на ринках. Досліджувався вплив цих заходів на прибутковість ринку восьми країн Єврозони за період з січня 2007 року по грудень 2017 року разом із двома основними макроекономічними змінними та індикатором настрою.

Отже, індикатор економічних настроїв, запроваджений Європейською комісією, мав дуже позитивний статистично значущий вплив на фондові ринки Єврозони. ESI відображає очікування компаній і споживачів ЄС щодо економіки та її перспектив. Якщо перспективи багатообіцяючі, фірми та споживачі охочіше споживають, виробляють та інвестують. Ринки цінних паперів повинні включати такі економічні операції. Що стосується грошово-кредитної політики, під час першої фази фінансової кризи ЄЦБ вдалося заспокоїти та підтримати ринки Єврозони, знизивши MRO майже до нульового нижнього рівня. З іншого боку, вплив нестандартних нововведень монетарної політики неоднаковий на фондових ринках Єврозони. Основні ринки цінних паперів, здається, більше страждають від нетрадиційних заходів, ніж периферійні країни. Беручи до уваги ці наслідки, політики можуть

розробити більш ефективні заходи монетарної політики. Крім того, інвестори будують свої стратегії з метою підвищення прибутку. Такі висновки проливають світло на вплив стандартної та нестандартної політики разом із двома основними макроекономічними змінними та індикатором настроїв на прибутковість капіталу. [11]

Стаття «Глобальні виміри монетарної політики США» Моріса Обстфельда є частковим дослідженням механізмів, через які глобальні фактори впливають на компроміси, з якими стикається монетарна політика США. Він аналізує три основні канали. Перший – це визначення внутрішньої інфляції, коли міжнародні ціни та глобальна конкуренція відіграють важливу роль поряд із внутрішньою слабкістю та інфляційними очікуваннями. Другим каналом є визначення прибутковості активів (включаючи природну реальну безпечну ставку відсотка, r^*) та фінансових умов на інтегрованих глобальних фінансових ринках. Третім каналом, зокрема для Сполучених Штатів, є потенційний зворотний вплив на економіку США від непропорційного впливу монетарної політики США на зовнішній світ. Самі по собі глобальні фактори не обов'язково підривають здатність центрального банку контролювати рівень цін у довгостроковій перспективі — зрештою, він є монопольним емітентом нумерера, за яким вимірюються внутрішні ціни. Однак на більш коротких горизонтах глобальні фактори справді змінюють компроміс між контролем рівня цін та іншими цілями, такими як низький рівень безробіття та фінансова стабільність, тим самим впливаючи на політичні витрати на досягнення заданого шляху рівня цін. У цьому документі досліджено ключові шляхи впливу глобальної економіки на політичний ландшафт Федерального резерву, можливо, змінивши компроміси між різними політичними цілями, з якими стикаються його лідери. Ці цілі включають, звичайно, цілі «подвійного мандату» щодо стабільності цін і повної зайнятості, але також більш суб'єктивна мета фінансової стабільності - величезний вплив на інфляцію та активність у довгостроковій перспективі. Складний світ став ще складнішим через глобальні впливи та зв'язки, навряд чи існує збіг. Монетарна політика

може досягти всіх цілей одночасно без компромісів, роздільність така що монетарна політика повинна бути встановлена з посиланням на гіпотетичну природну реальну процентну ставку незалежно від інших міркувань.

Трьома сферами уваги були роль глобальних факторів у США: процес інфляції; роль міжнародної фінансової інтеграції з фінансовими умовами США; і роль переваги долара як глобальної валюти в посиленні транскордонного впливу ФРС. Глобальні тенденції заощаджень та інвестицій матимуть вплив на економіку США. Навколо оцінки існує значна невизначеність, однак, особливо в глобальному контексті, який бере до уваги враховуючи триваюче відносно сильне зростання ринку, що розвивається. [12]

В статті про виявлення потрясінь монетарної політики ФРС у світлі різних режимів формування політики, щоб визначити серію шоків монетарної політики США, яка ефективно поєднує періоди традиційної та нетрадиційної політики та фактично позбавлена інформаційного впливу центрального банку. Висновком статті є підтвердження гіпотези про те, що інформаційний ефект може призвести до того, що шоки в монетарній політиці мають ефекти передачі з ознаками, які відрізняються від традиційної теорії. Виявлено, що шоки для серій, які позбавлені (втілюють) інформаційний ефект, демонструють умовні (викривлені) імпульсні відповіді виробництва та інфляції. Це свідчить про першочергову важливість для персоналу центральних банків, який проводить кількісне теоретичне моделювання ефектів монетарної політики. [13]

Отже, проаналізувавши статті іноземних авторів щодо реформ монетарної політики ЄЦБ та ФРС можна зробити висновок, що вплив нестандартних нововведень монетарної політики неоднаковий на фондових ринках Єврозони, а щодо ФРС, то глобальні тенденції заощаджень та інвестицій матимуть вплив на економіку США. Навколо оцінки існує значна невизначеність, однак, особливо в глобальному контексті, який бере до уваги враховуючи триваюче відносно сильне зростання ринку, що розвивається.

РОЗДІЛ 2

ДОСЛІДЖЕННЯ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ ТА ЇЇ ІНСТРУМЕНТІВ ПІД ЧАС РЕАЛІЗАЦІЇ АНТИКРИЗОВИХ ЗАХОДІВ В ЕКОНОМІЦІ КРАЇН

2.1 Дослідження монетарної політики Європейського Центрального Банку під час кризових явищ в економіці

У червні 1988 року Європейська Рада підтвердила мету поступової реалізації Економічного і валютного союзу. Вона доручила комітету під головуванням Жака Делора, тодішнього президента Європейської комісії, вивчити і запропонувати конкретні етапи, що ведуть до цього союзу.

До складу комітету входили керівники національних центральних банків країн Європейського Співтовариства, Александр Ламфалуссі, тодішній генеральний директор Банку міжнародних розрахунків, Нільс Тигесен, професор економіки з Данії, та Мігель Бойер, тодішній президент Зовнішнього банку Іспанії.

У підсумковій Доповіді Делора було запропоновано досягти економічного та валютного союзу в три дискретні, але еволюційні кроки. [14]

Євро було введено в обіг 1 січня 1999 року, коли він став валютою понад 300 мільйонів людей в Європі. Перші три роки це була невидима валюта, яку використовували лише в бухгалтерських цілях, наприклад, в електронних платежах. Готівкові євро були введені в обіг лише 1 січня 2002 року, коли вони замінили за фіксованим обмінним курсом банкноти і монети національних валют, таких як бельгійський франк і німецька марка.

Сьогодні банкноти та монети євро є законним платіжним засобом у 20 з 27 країн-членів Європейського Союзу, включаючи заморські департаменти, території та острови, які є частиною або асоційовані з країнами євросони. Ці країни утворюють зону євро. Мікродержави Андорра, Монако, Сан-Марино і Ватикан також використовують євро на основі офіційної угоди з Європейським Союзом. Чорногорія і Косово також використовують євро, але

без офіційної угоди. Готівкові розрахунки в цій валюті зараз здійснюють понад 346 мільйонів людей - банкноти і монети євро стали відчутним символом європейської інтеграції.

Очікується, що всі країни ЄС, за винятком Данії, яка має право на відмову, приєднуються до валютного союзу і запровадять євро, як тільки виконають критерії конвергенції. [15]

Європейський Центральний Банк використовує набір інструментів монетарної політики, щоб спрямувати інфляцію до цілі 2%. Ці інструменти впливають як на кількість, так і на вартість кредитів, які можуть отримати громадяни та компанії. Основним інструментом монетарної політики є набір облікових ставок ЄЦБ. Рада керуючих ЄЦБ встановлює три ставки.

Процентна ставка за основними операціями рефінансування. В рамках цих операцій банки можуть позичати кошти у ЄЦБ під заставу на щотижневій основі за заздалегідь визначеною процентною ставкою.

Ставка за депозитною лінією, яку банки можуть використовувати для розміщення депозитів овернайт за заздалегідь встановленою ставкою, нижчою за ставку за основними операціями рефінансування.

Ставка за інструментом маржинального кредитування, за яким банкам надаються кредити овернайт за заздалегідь встановленою процентною ставкою, вищою за основну ставку за операціями рефінансування.

Ставка за депозитними операціями та ставка за маржинальним кредитуванням визначають нижню та верхню межу процентної ставки за кредитами овернайт, за якою банки надають кредити один одному. Це створює коридор процентних ставок на грошових ринках.

До глобальної фінансової кризи переважно проводилась монетарна політика шляхом встановлення ключових процентних ставок.

Після фінансової кризи ЄЦБ розширив набір інструментів політики. Це дозволило впливати на умови фінансування, з якими стикаються люди та компанії у важкі часи, коли збої у фінансовій системі пошкодили трансмісійний механізм монетарної політики. У ці періоди короткострокові

процентні ставки наближалися до своєї "ефективної нижньої межі", тобто до рівня, нижче якого їх зниження вже не призводило до підвищення рівня економічної активності. Щоб забезпечити цінову стабільність в умовах цих викликів, адаптували інструментарій, включивши до нього нові інструменти, зокрема:

- надання банкам стільки кредитів центрального банку, скільки вони потребують, під заставу та за фіксованою процентною ставкою
- встановлення від'ємних процентних ставок, які заохочують банки надавати кредити за низькими ставками, щоб населення та бізнес могли брати дешеві позики
- надання банкам довгострокових кредитів, у тому числі за дуже вигідними ставками, за умови, що банки надаватимуть ці гроші в борг населенню та бізнесу;
- купівля приватних та державних фінансових активів;
- надання "прямих вказівок", коли чітко визначаються наміри щодо майбутньої монетарної політики.

Ці додаткові інструменти надають монетарній політиці ЄЦБ більше простору для реагування на ризик низької інфляції або дефляції. [16]

Європейський Центральний Банк використовує операції на відкритому ринку для регулювання процентних ставок, управління обсягом ліквідності у фінансовій системі та сигналізації про позицію банку щодо монетарної політики. Регулярні операції на відкритому ринку складаються з тижневих операцій з надання ліквідності в євро та тримісячних операцій з надання ліквідності в євро.

Останніми роками регулярні операції доповнюються довгостроковими операціями рефінансування в євро зі строком погашення до чотирьох років, а також операціями з надання ліквідності в доларах США.

Присутні також нерегулярні операції на відкритому ринку: PELTRO, TLTRO, APP, PEPP.

PELTRO - надзвичайні довгострокові операції рефінансування в умовах пандемії - 30 квітня 2020 року Рада керуючих ЄЦБ ухвалила рішення про проведення серії з семи операцій PELTRO для підтримки ліквідності фінансової системи Єврозони та забезпечення безперервних умов на грошовому ринку під час пандемії. 10 грудня 2020 року Рада керуючих ухвалила рішення про проведення серії з чотирьох додаткових PELTRO у 2021 році для підтримки ліквідності з метою збереження безперервного функціонування грошового ринку.

TLTRO - цільові довгострокові операції рефінансування - це операції, які надають фінансування кредитним установам на період до чотирьох років. Вони пропонують довгострокове фінансування на привабливих умовах для кредитних установ з метою подальшого полегшення умов кредитування приватного сектору та стимулювання банківського кредитування реального сектору економіки.

APP - програма купівлі активів - Хоча пряма купівля активів здійснюється з 2009 року в рамках декількох програм, APP була започаткована в жовтні 2014 року з метою виконання мандату ЄЦБ щодо цінової стабільності. Чиста купівля активів в рамках ППМ завершилася станом на липень 2022 року. Виплати основної суми за придбаними в рамках програми цінними паперами з настанням строку погашення реінвестуються в повному обсязі.

PEPP - Програма екстреної купівлі у зв'язку з пандемією - 18 березня 2020 року Рада керуючих оголосила про запровадження PEPP з обсягом фінансування 750 млрд євро. У грудні 2020 року ця сума була збільшена до 1,85 трлн євро. Програма була розроблена як відповідь на надзвичайну ситуацію, спричинену коронавірусом (COVID-19), для вирішення безпрецедентної ситуації, з якою зіткнувся наш валютний союз. Викуп чистих активів у рамках PEPP завершився у квітні 2022 року. Виплати основної суми за придбаними в рамках програми цінними паперами, термін погашення яких настає, реінвестуються в повному обсязі. [17]

Сьогоднішній економічний ландшафт дуже відрізняється від того, що був у 2003 році. Замість того, щоб запобігати надто високому зростанню інфляції, тепер ЄЦБ повинен утримувати її від надто низького падіння. Є багато причин, чому інфляція знизилася в останні роки. Вони пов'язані з механізмом роботи ЄЦБ, і не всі ці процеси перебувають під контролем центральних банків. Очевидно, що цінова стабільність означає захист від надто низької або надто високої інфляції. [18]

Саме тому ЄЦБ таргетує інфляцію на рівні 2% у середньостроковій перспективі. Прихильність до цієї інфляційної цілі є симетричною. Це означає, що була досліджена занадто низька інфляцію так само негативно, як і занадто висока. Обидва варіанти однаково небажані. Зростання цін має бути досить незначним, щоб не створювати проблем для населення та бізнесу, які виникають при високій інфляції. Але воно має бути достатньо великим, щоб уникнути поганих сценаріїв, які можуть розгорнутися, якщо інфляція впаде занадто низько. Занадто низька інфляція часто означає, що люди витрачають менше на товари та послуги, компанії стають менш успішними, а працівники отримують менше підвищення заробітної плати. Коли економіка скорочується, інфляція має тенденцію до зниження. Але якщо інфляція вже занадто низька, коли настає рецесія, то спостерігається падіння інфляції нижче нуля. Якщо ціни безперервно падають в усіх сферах - явище, яке називається "дефляція" - це створює замкнене коло для економіки. Наприклад, якщо всі очікують падіння цін, то є схильність відкладати сьогоднішні покупки, щоб скористатися перевагами нижчих цін завтра. І якщо всі так робитимуть, економіка може зупинитися. Таргетуючи інфляцію на рівні 2% у середньостроковій перспективі, ЄЦБ може створити буфер безпеки, щоб уникнути такого сценарію.

Слід окремо виділити фазу розвитку монетарної політики ЄЦБ протягом 2007-2013 років. Цю циклічну фазу в історії можна розділити на три підперіоди. Перший період з серпня 2007 року по вересень 2008 року часто називають кризою на фінансовому ринку. Крах американського ринку

субстандартного іпотечного кредитування призвів до загальної переоцінки ризиків на ринках цінних паперів, забезпечених активами, та інших структурованих кредитних ринках розвинених країн, що серйозно погіршило ситуацію на міжбанківських та інших ринках короткострокового фінансування. Другий період з жовтня 2008 року по травень 2010 року охоплює інтенсивну системну фінансову кризу, що охопила багато розвинених країн після банкрутства Lehman Brothers, Великої рецесії та пов'язаного з нею обвалу міжнародної торгівлі. Третій період з червня 2010 року по червень 2013 року починається з виникнення кризи суверенного боргу, характерної для єврозони, коли значно погіршилася фіскальна ситуація в Греції, а згодом у скрутному становищі опинилися кілька інших країн єврозони.

Отже, фінансова криза вперше проявилась в Європі з появою напруженості на грошовому ринку 9 серпня 2007 року після оголошення про закриття низки інвестиційних фондів, оскільки вони не могли більше оцінювати свої портфелі через неліквідність ринків активів. Невизначеність щодо вартості активів та інших структурованих кредитних продуктів, а також асиметрична інформація про їх розміщення серед банків призвели до несприятливого відбору, накопичення ліквідності та заморожування міжбанківських та інших ринків короткострокового фінансування. Незважаючи на ці труднощі, протягом цього періоду в єврозоні не відбулося великих банкрутств банків. Лише кілька середніх німецьких банків, які займалися структурованим кредитуванням та оптовим фінансуванням, отримали державну підтримку. Одним з індикаторів труднощів на ринках банківського фінансування (змішування кредитного ризику та ризику ліквідності) є спред між незабезпеченою міжбанківською ставкою та ставкою своп овернайт, яка залежить лише від мінімального рівня ризику контрагента.

З початком фінансових потрясінь перспективи майбутньої економічної активності стали похмурими, а баланс ризиків для перспектив зростання змістився в бік погіршення. Тим не менш, зростання в єврозоні деякий час залишалось значно вищим за 2%, прибутковість корпорацій залишалася

стабільною, зайнятість зростала, а рівень безробіття знизився до 7,4%. Водночас річна інфляція різко зросла наприкінці 2007 року, сягнувши рівня, значно вищого за 2%, що значною мірою було зумовлено стрімким зростанням цін на сировинні товари, зокрема на нафту. Хоча помірна динаміка заробітних плат та стабільні середньо- та довгострокові інфляційні очікування допомогли послабити інфляційний тиск, ризики для цінової стабільності в середньостроковій перспективі все ще оцінювались як такі, що зростають. Перехресна перевірка з монетарним аналізом підтвердила це. ЄЦБ приділяв особливу увагу монетарним змінам також з метою кращого розуміння короткострокової реакції фінансових установ, домогосподарств та компаній на потрясіння на фінансових ринках у другій половині 2007 року. На той час було мало доказів того, що ці потрясіння сильно вплинули на загальну динаміку грошової та кредитної експансії, в тому числі завдяки ефективному управлінню ліквідністю ЄЦБ, яке стримувало волатильність ставок на грошових ринках. Відповідно, ЄЦБ вирішив підвищити облікову ставку на 25 базисних пунктів у липні 2008 року, щоб запобігти ризику вторинного впливу на заробітну плату.

Щодо другого етапу, 2008-2010 років, то це проявлялась у вигляді підвищення облікової ставки, що було швидко скасовано, коли фінансові потрясіння переросли у системну фінансову кризу після краху американського інвестиційного банку Lehman Brothers 15 вересня 2008 року. Тоді стало зрозуміло, що навіть відомі та системно важливі установи можуть зазнати краху, і навіть набагато більше з них зазнали б краху, якби їх не поглинули інші фінансові установи або не підтримав уряд. Отже, фінансові ринки завмерли, економічна активність була порушена, і багато провідних економік опинилися на межі колапсу. Напруга перекинулася з фінансового сектору в реальну економіку, що призвело до Великої рецесії. Економіка США, яка значно сповільнилася на початку фінансових потрясінь, увійшла в глибоку рецесію в грудні 2007 року і вийшла з неї в червні 2009 року. У цей період стандартні та нестандартні заходи монетарної політики ЄЦБ працювали в

тандемі, хоча принцип розділення зберігався. Після скоординованого на міжнародному рівні зниження процентної ставки 8 жовтня 2008 року та у відповідь на різке падіння виробництва та інфляції, ЄЦБ знизив свої ключові ставки ще в шість етапів, досягнувши рівня 1% у травні 2009 року, що стало новим історичним мінімумом.

Більше того, після того, як у жовтні 2009 року почали розкриватися махінації з грецьким державним боргом, що призвело, зокрема, до значного перегляду заявленого дефіциту державного бюджету за 2009 рік, у квітні 2010 року ринок грецького суверенного боргу обвалився, а ринки втратили довіру до здатності та готовності влади вирішити проблему значного зростання грецького державного боргу. Незважаючи на те, що європейські уряди розробили пакет заходів з порятунку Греції та пов'язану з ним програму адаптації, а також створили Європейський фонд фінансової стабільності в червні 2010 року - (тимчасовий) інструмент підтримки на випадок майбутніх кризових ситуацій, - інші "периферійні" країни зіткнулися з власними кризами протягом наступних двох років. Згодом Італія також опинилася в серйозній скруті, але не до такої міри, щоб їй довелося вдаватися до програми порятунку. ЄЦБ продовжував дотримуватися принципу розділення. З одного боку, щоб забезпечити глибину та ліквідність ринків суверенних облігацій проблемних країн і відновити належне функціонування трансмісійного механізму монетарної політики, у травні 2010 року ЄЦБ запровадив свою першу програму викупу суверенних облігацій - Програму ринків цінних паперів (SMP). Щоб показати, що SMP не мала на меті змінити монетарну політику, купівля боргових цінних паперів в рамках SMP була стерилізована.

На початку 2012 року слабке зростання та новини про фіскальні промахи в кількох країнах знову навантажили фінансові ринки, і фінансова напруженість знову зросла. Протягом кризи суверенного боргу повільно виникло нове явище - ризик реденомінації, тобто ризик того, що євроактиви можуть бути реденоміновані у старі валюти. Іншими словами, деякі премії, закладені в дохідність державних облігацій кількох країн, відображали

зростаючу ринкову ймовірність того, що ці країни можуть вийти з євро. У 2011 році і, особливо, у 2012 році деякі з них досягли нових висот, збільшивши вартість фінансування для кількох країн єврозони, що перебувають у стресовому стані, і серйозно ускладнивши передачу політичної позиції ЄЦБ в реальну економіку цих країн. Збереження єдності єврозони стало визначальним викликом кризи. У березні 2012 року було підписано "Фіскальний договір", що передбачає, серед іншого, правило збалансованого бюджету. Що ще важливіше, на ключовому європейському саміті 28-29 червня 2012 року Президент Європейської Ради запропонував суттєві реформи фінансової, бюджетної та економічної політики ЄВС, зокрема, створення основних елементів Європейського банківського союзу - єдиного нагляду, врегулювання та страхування депозитів. Посилаючись на необхідність розірвати зв'язок між суверенними банками, країни єврозони домовилися розпочати зі створення Єдиного наглядового механізму (SSM) в ЄЦБ. Ще раніше було вирішено, що тимчасовий EFSF буде замінений у жовтні 2012 року Європейським механізмом стабільності (ESM), міжурядовою організацією, покликаною забезпечити фінансову стабільність єврозони шляхом надання фінансової допомоги на суворих умовах країнам-членам, які мають серйозні фінансові проблеми. ESM має кредитний потенціал у розмірі 500 млрд. євро, а згодом припускає також можливість прямої рекапіталізації банків. Деталі реформ були розроблені в дорожній карті чотирьох президентів на шляху до справжнього Економічного і валютного союзу, опублікованій у грудні 2012 року, а також у подальшому законодавстві.

Загалом, у період з серпня 2007 року по червень 2013 року ЄЦБ вступив на незвідану територію нестандартних заходів монетарної політики. Спочатку операційна структура ЄЦБ була добре пристосована для вирішення проблем на міжбанківському ринку шляхом надання достатньої ліквідності широкому колу контрагентів і під широкий спектр застави. ЄЦБ особливо "кредитував ринок" як традиційний кредитор останньої інстанції для банківської системи, що має проблеми з ліквідністю. Підвищення процентних ставок у 2011 році

більше відповідало прогнозам високих темпів зростання та інфляції на початку 2011 року, хоча й дещо запізнилою. По мірі того, як нестандартні заходи монетарної політики ставали все сильнішими, різниця між монетарною політикою та ринковими операціями почала пом'якшуватись. Наприклад, із запровадженням кредитних операцій FRFA у жовтні 2008 року надлишкова ліквідність, яка почала накопичуватися в банківській системі (див. Рисунок 16), підштовхнула ставку овернайт на грошовому ринку з середини процентного коридору ЄЦБ до нижньої межі, зробивши ефективною ставкою монетарної політики облікову ставку DFR. Також у комунікації нестандартні заходи, засновані на ринкових операціях ЄЦБ, почали іноді згадуватися у вступній заяві до прес-конференції Ради керуючих. [19]

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

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

Паралельно, пріоритетом була нормалізації монетарної політики, тобто безперешкодно передавати через фінансові ринки по всій Єврозоні. Цього

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

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

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

На додаток до заходів, спрямованих на боротьбу з високою інфляцією, ЄЦБ продовжував проведення першого кліматичного стрес-тесту кількох фінансових ризиків на балансі та прогрес у кращому врахуванні впливу зміни клімату в макроекономічному моделюванні.

Починаючи з жовтня була проведена декарбонізацію корпоративних облігацій у портфелях монетарної політики, схиляючи їх у бік емітентів з кращими (більш стабільними та привабливими) кліматичними показниками, та обмеження частки активів, випущених нефінансовими корпораціями з

високим вуглецевим слідом, які контрагенти можуть надавати як заставу при запозиченні коштів у Євросистемі. [20]

У 2022 році було докладено зусиль, щоб перейти до нової, модернізованої системи валових розрахунків у режимі реального часу, а також низку заходів для забезпечення загальноєвропейської доступності постачальників платіжних послуг до системи миттєвих платежів TARGET Instant Payment Settlement (TIPS). У 2022 році кількість миттєвих платежів через TIPS зросла в 17 разів порівняно з 2021 роком.

Станом на 2023 рік готівка залишається найпоширенішим платіжним засобом серед європейців, на який припадає майже 60% платежів, і немає сумнівів, що вона й надалі відіграватиме важливу роль у житті людей. Але оскільки економіка стає все більш цифровою, ЄЦБ планує забезпечити європейцям доступ до безпечних, ефективних і зручних цифрових методів оплати.

Саме тому Євросистема вивчає можливість випуску цифрового євро. В рамках триваючого етапу дослідження Євросистема у 2022 році погодила основні варіанти використання та кілька ключових рішень щодо дизайну цифрового євро.

Наприкінці року Єврозона знову розширилася, а 1 січня 2023 року до неї приєдналася Хорватія, продемонструвавши, що євро залишається привабливою валютою, яка приносить стабільність її членам. [21]

Отже, опираючись на теоретичну інформацію, проаналізуємо основний показник монетарної політики інфляційного таргетування - індекс споживчих цін.

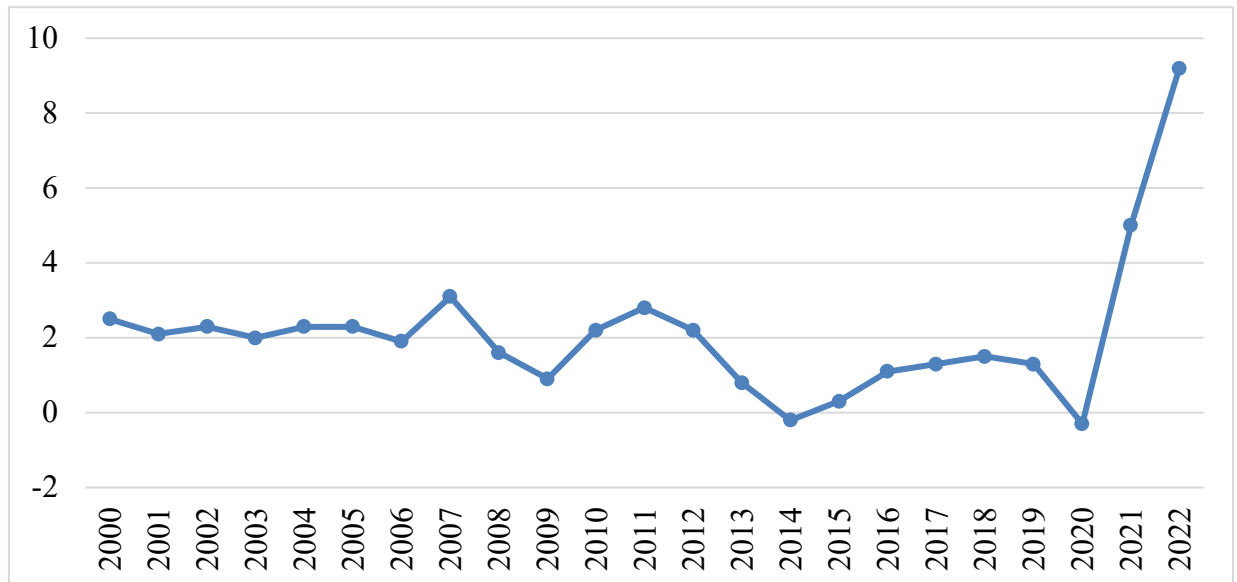


Рис. 2.1 Рівень інфляції країн Євросони протягом 2000-2022 років, відсотки.

Джерело: складено автором на основі [22]

Отже, опираючись на показники інфляції ЄЦБ можна зробити декілька висновків. По-перше, починаючи з 2000 до 2006 року була відносно стабільна поведінка показника, тенденція зниження прослідковується також у 2007-2009, 2011-2014 та 2019-2020 роках. Така тенденція пов'язана зі світовими кризами та несанкціонованим вторгненням Росії до України. Тренд на зростання особливо помітний протягом 2020-2022 роках. Це говорить про те, що урядова політика загалом є менш жорсткою, тобто означає, що борг часто легше отримати дешевше, а громадяни мають більшу купівельну спроможність. З іншого боку, нижчий або нижчий ІСЦ може вказувати на те, що уряд може пом'якшити політику, яка допомагає стимулювати економіку. Від'ємні показники були у 2014 і 2020 році. Від'ємний ІСЦ вказує на те, що проект або процес перевищує бюджет, що може мати значний вплив на його успіх.

Проаналізуємо ключові процентні ставки ЄЦБ: депозитний рахунок, маржинальне кредитування та основні операції рефінансування (MRO).

Процентна ставка за основними операціями рефінансування (MRO) – забезпечує основну частину ліквідності банківської системи. Ставка за

депозитною лінією – банки можуть використовувати для розміщення депозитів "овернайт" в Євро системі. Ставка за інструментом маржинального кредитування – пропонує банкам кредити овернайт від Євро системи.

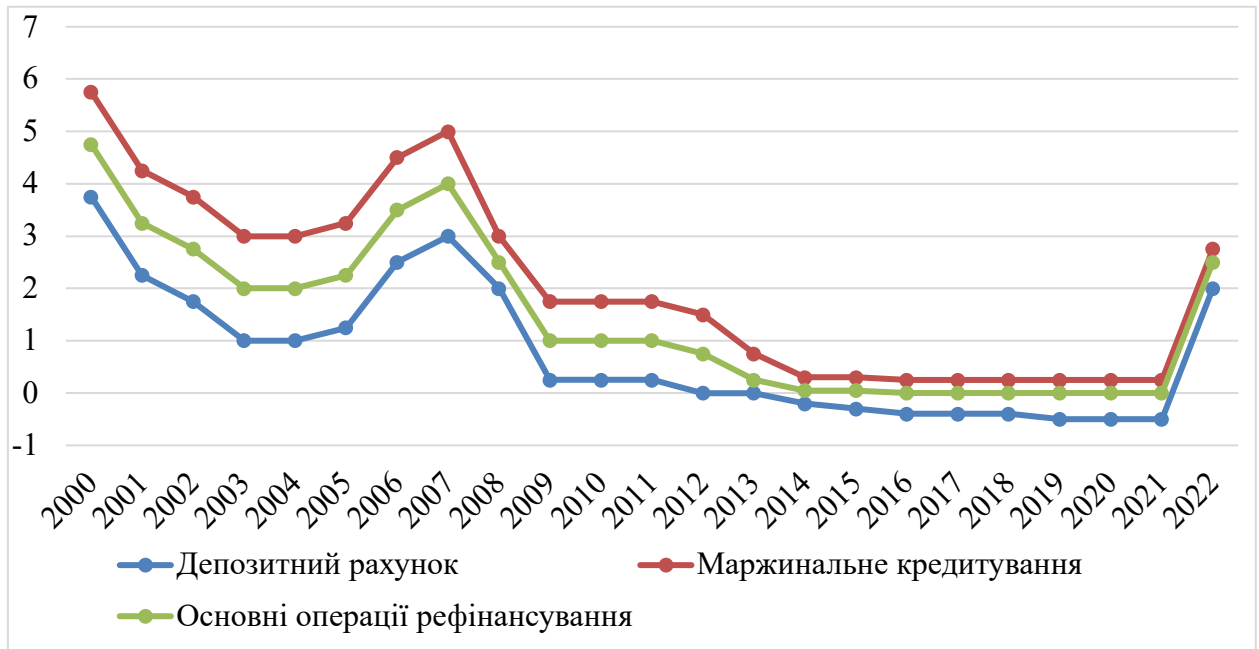


Рис. 2.2 Ключові відсоткові ставки ЄЦБ протягом 2000-2022 років, відсотки.

Джерело: складено автором на основі [23]

Особливо помітне зростання відсоткових ставок у 2007 та 2022 роках. Рівень процентних ставок є фактором попиту та пропозиції кредиту: збільшення попиту на гроші або кредит підніме процентні ставки, тоді як зменшення попиту на кредит зменшить їх. І навпаки, збільшення пропозиції кредиту знизить процентні ставки, тоді як зменшення пропозиції кредиту збільшить їх.

Збільшення суми грошей, наданих позичальникам, збільшує пропозицію кредиту. Наприклад, коли ви відкриваєте банківський рахунок, ви кредитуєте гроші в банк. Залежно від виду рахунку, який ви відкриваєте (депозитний сертифікат надасть більш високу процентну ставку, ніж розрахунковий рахунок, за допомогою якого ви можете отримати доступ до коштів у будь-який час), банк може використовувати ці гроші для своєї підприємницької та

інвестиційної діяльності. Іншими словами, банк може позичити ці гроші іншим клієнтам. Чим більше банки можуть кредитувати, тим більше кредитів доступно для економіки. А в міру збільшення пропозиції кредиту знижується ціна запозичень (відсотків).

Проаналізуємо операції РЕПО, які проводяться ЄЦБ. Вони також є поширеним інструментом операцій центрального банку на відкритому ринку. У випадку репо дилер продає державні цінні папери інвесторам, як правило, на умовах "овернайт", і викуповує їх назад наступного дня за дещо вищою ціною. Ця невелика різниця в ціні і є прихованою процентною ставкою "овернайт". Операції РЕПО зазвичай використовуються для залучення короткострокового капіталу.

Для сторони, яка продає цінний папір і погоджується викупити його в майбутньому, це є угодою репо; для сторони, яка купує цінний папір і погоджується продати його в майбутньому, це є угодою зворотного викупу.

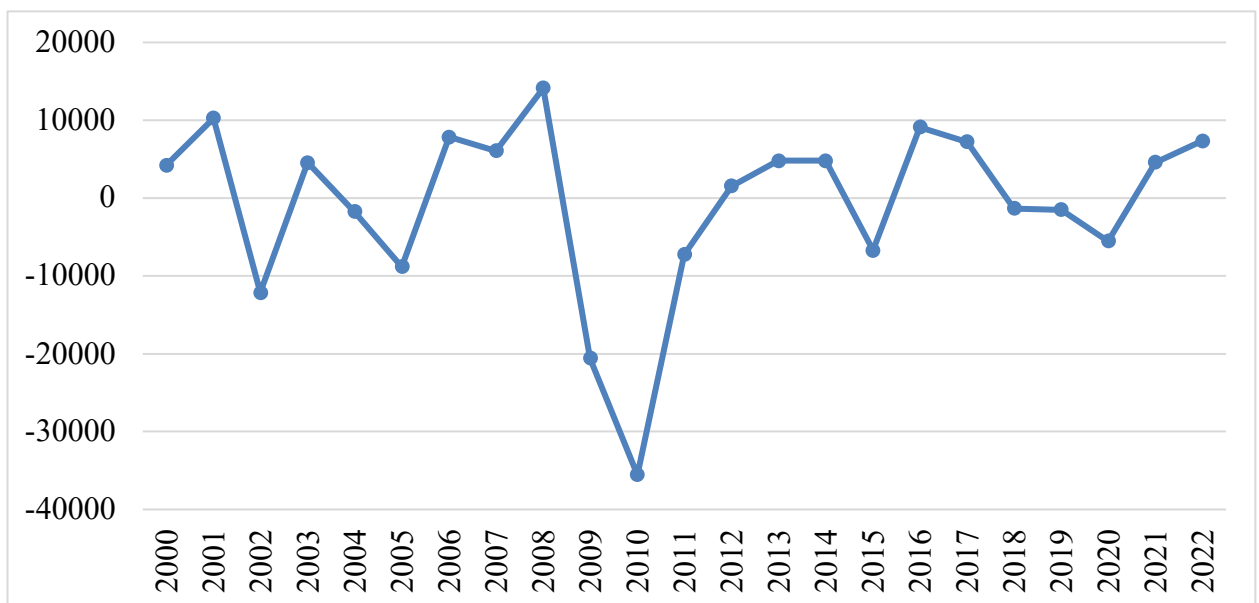


Рис. 2.3 Об'єми операцій РЕПО, які проводив ЄЦБ протягом 2000-2022 років, млн. євро.

Джерело: складено автором на основі [24]

Отже, опираючись на показники РЕПО можна сказати, що у загальному розумінні вони частіше додатні, аніж від'ємні. Від'ємні ставки репо можуть

виникати тоді, коли на певні заставні цінні папери існує винятковий попит на позики та/або обмежена пропозиція на ринку репо. Для того, щоб запозичити ці цінні папери, покупці повинні переконати потенційних продавців дешевими грошима. "Дешеві" означає, що ставка репо є нижчою за ставку репо Національної казначейської служби. Під час кризи 2008-2010 років показники впали до найнижчого значення у 2010 році, до цього найменше значення було у 2002 році. Пандемія також вплинула на показники у 2020 році, але, порівнюючи з кризою 2008-2010 років, майже не зазнали знижень, а навпаки активно зросли у 2021 році, тобто особливого попиту на РЕПО не було.

Також важливим показником аналізу монетарної політики є дохідність 10-річних державних облігацій, які закупає ЄЦБ.

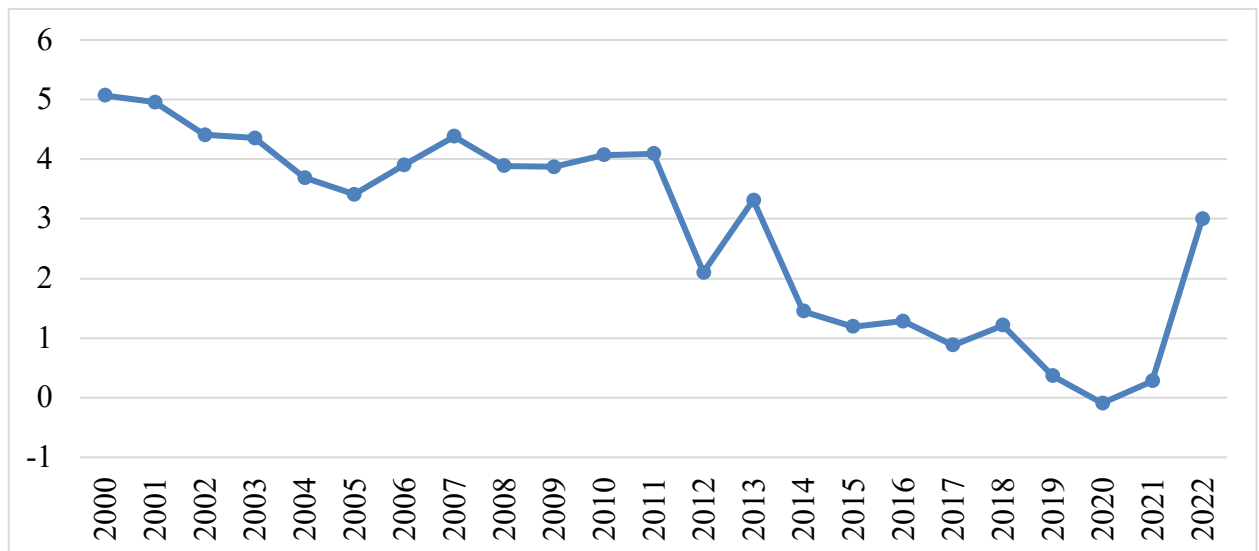


Рис. 2.4 Рівень дохідності 10-річних державних облігацій, які закупає ЄЦБ протягом 2000-2022 років, відсотки.

Джерело: складено автором на основі [25]

Аналізуючи ці показники можна зробити декілька висновків. По-перше, протягом усього проаналізованого періоду показники мають тенденцію до зниження. Особливо помітне зниження було проявлено у 2012 році, взагалі, криза 2008 року позитивно вплинула на зростання відсотку дохідності. Найбільш помітне зростання було зафіксовано у 2022 році. Щодо від'ємних показників, то вони присутні у 2020 році. Від'ємна дохідність облігацій - це

коли інвестор отримує менше грошей при погашенні облігації, ніж початкова ціна купівлі облігації. Від'ємна дохідність облігацій - це незвична ситуація, коли емітенти боргових зобов'язань платять за запозичення.

Також важливою складовою аналізу ефективності монетарної політики є показники довгострокових операцій з рефінансування.

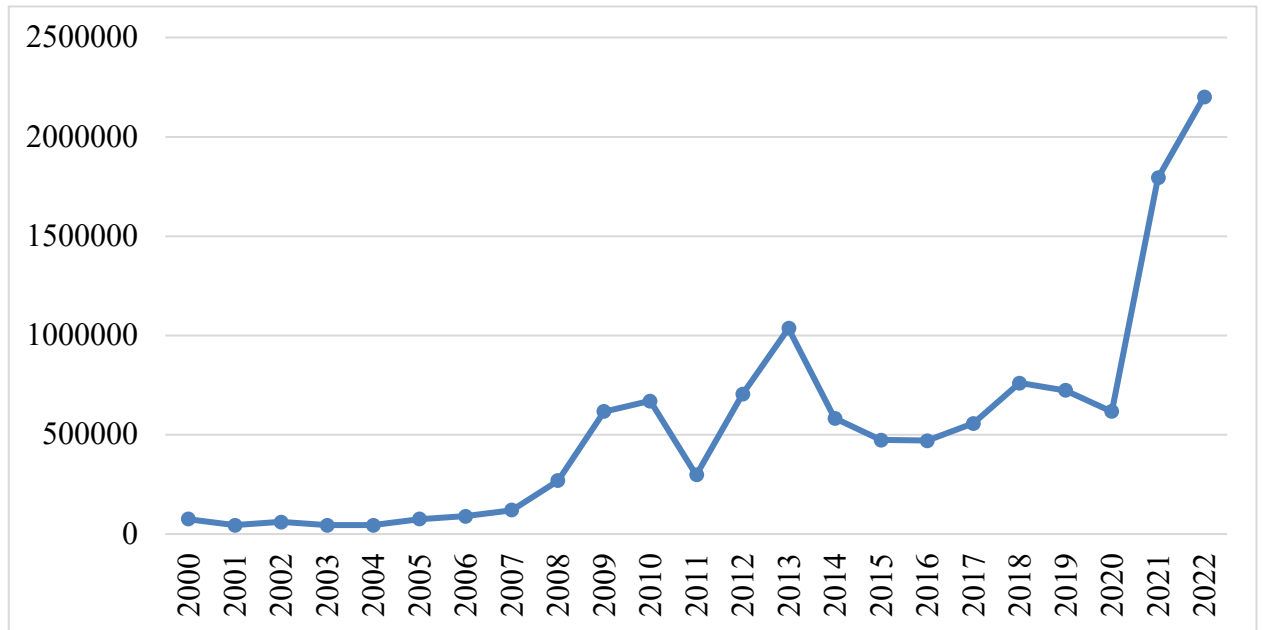


Рис. 2.5 Довгострокові операції з рефінансування ЄЦБ протягом 2000-2022 років, млн. євро.

Джерело: складено автором на основі [26]

Отже, аналізуючи ці показники можна зробити висновок, що тенденція надання довгострокових кредитів мала динаміку зростання. Найбільше падіння було зафіксоване у 2011 році, тобто це означає, що під час кризи 2008-2010 років ЄЦБ надавав кредитів, а у 2011 така функція почала втрачати свою популярність. У 2013 році відбулося різке зростання показників пов'язане зі вступом нових країн у ЄС та залученням кредитів для їх розвитку та асиміляції. Все ж таки, найбільше зростання було показано у 2022 році, війна в Україні має пряме відношення до цього явища, так як саме через надання довгострокових позик Україні показники і зросли.

Для загального розуміння активності монетарної політики ЄЦБ за аналіз було проаналізовано показники активів та темпи їх зміни протягом 2000-2022 років.

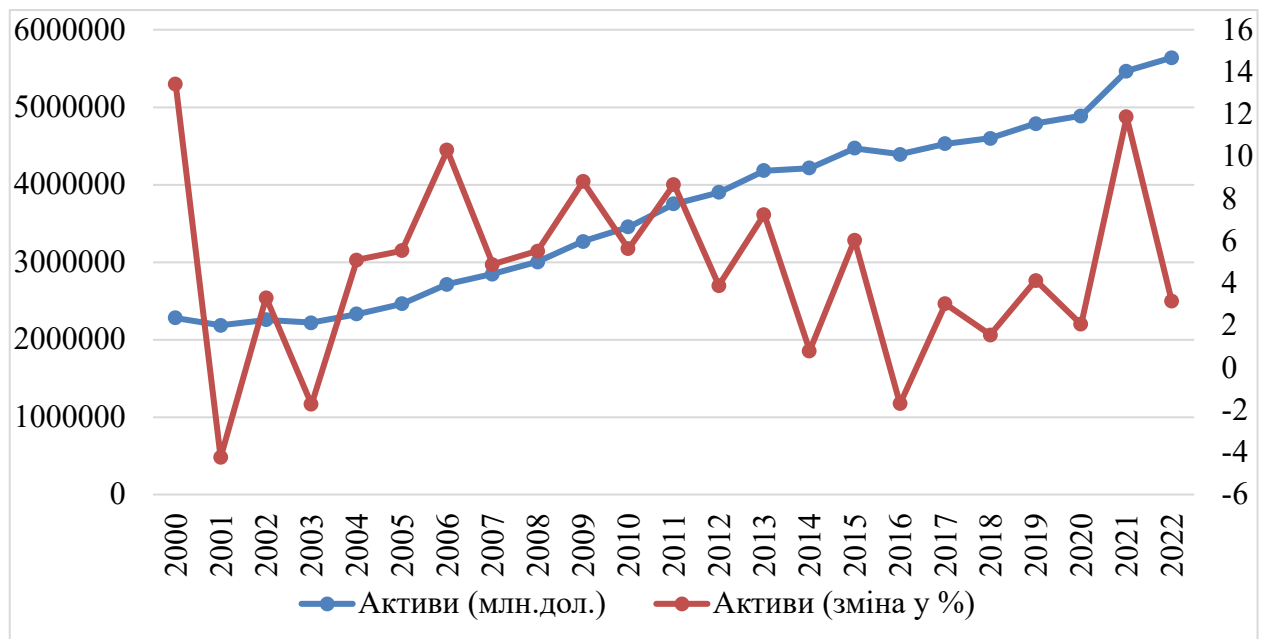


Рис. 2.6 Об'єми активів ЄЦБ та темпи їх зростання протягом 2000-2022 років, млн. євро та відсотки.

Джерело: складено автором на основі [27]

Загалом, показники активів Центрального Банку мають тенденцію до зростання, але, аналізуючи динаміку їх розвитку, можна зробити висновок, що їх зростання досить нестабільне та має значні коливання. Найбільше падіння було помітне у 2001 році, а найбільше зростання – у 2003 році. Коли ЄЦБ купує фінансові активи, такі як облігації, підвищений попит на ці активи призводить до зростання цін на них. Як наслідок, ринкові процентні ставки знижуються (оскільки дохідність облігацій обернено пропорційна їхній ціні), що, зрештою, відображається на ставках банківського кредитування. Щодо кризи 2008 року, то активи зростали через збільшення відсоткових ставок. У 2022 році було зниження активів через надмірне використання даних активів під час боротьби з пандемією, коли фінансування держав було пріоритетом.

Фінансові активи, отримані ЄЦБ, будуть записані в активній частині його балансу. ЄЦБ фактично не друкує нові банкноти для придбання цих активів, а створює гроші в електронній формі у вигляді банківських резервів.

Отже, проаналізувавши складові монетарної політики було проведено регресійний та кореляційний аналіз для виявлення впливу інструментів монетарної політика на індекс споживчих цін.

Для даного аналізу були вибрані такі показники як індекс споживчих цін, ставки маржинального кредитування, зміна показників активів ЄЦБ, показники довгострокових операції з рефінансування, дохідність 10-річних облігацій Єврозони, показники операцій РЕПО, активи Єврозони та ставка по депозитам.

Перш за все для побудови моделі, проводився кореляційний аналіз показників, які досліджені у роботі. В результаті були виявлені найбільш впливовіші показники на ІСЦ та які не корелюють між собою для того щоб уникнути мультиколеніарності в моделі, яка може негативно вплинути на її інтерпретацію, дані наведено у додатках таблиця А.1 та таблиці 2.1.

Виходячи з результатів кореляційного аналізу можна зробити висновок, що єдині показники, які не корелюють між собою та мають вплив на індекс споживчих цін це показники довгострокових операції з рефінансування та ставка маржинального кредитування. Отже, була побудована регресійна модель, що має такий загальний вигляд:

$$CPI_t = a + \beta_1 LTRO_t + \beta_2 MRO_t \quad (1)$$

Де CPI – рівень індексу споживчих цін, відсотки, $LTRO$ – показники довгострокових операцій з рефінансування, мільярди євро, MRO – ставки маржинального кредитування, відсотки.

Результати регресійного аналізу представлені в таблиці 2.1.

Таблиця 2.1

Регресійний аналіз дослідження факторів ефективності використання інструментів монетарної політики ЄЦБ

Модель	Нестандартизовані коефіцієнти	Стандартизовані коефіцієнти	t	Значимість
	Стандартні відхилення	Бета		
const	0.455574	-1.42125	-3.120	0.0054
1 Довгострокові операції з рефінансування (LTRO)	4.05662e-07	3.33070e-06	8.211	<0.0001
Ставки маржинального кредитування (MRO)	0.126173	0.832554	6.599	<0.0001

Джерело: розраховано автором

Отже модель має такий вигляд:

$$CPI = Const + 3.33070e-06LTRO + 0.832554MRO \quad (2)$$

$$(-3.120^{***}) \quad (8.211^{***}) \quad (6.599^{***})$$

$$R^2=0,79$$

Отже, опираючись на дану модель, можна зробити висновок, що модель є значущою, так як вона пояснює 79% змін. Найбільш значимими показниками є показники MRO (ставки маржинального кредитування, відсотки) та LTRO (довгострокові операції з рефінансування, мільярди євро). Найбільший вплив спостерігається для змінної ставки маржинального кредитування, яка має прямий зв'язок з індексом споживчих цін, тобто, якщо показник зросте на 1%, то індексу споживчих цін зросте. Довгострокові операції з рефінансування теж мають додатній вплив на ІСЦ, при збільшенні об'ємів операцій з рефінансування, індекс споживчих цін зросте на 0.83 пункти. Механізм операцій довгострокового рефінансування дає можливість розвитку банківському кредитуванню і на початку підвищує інфляцію, як і показано у аналізі.

Отже, висновком цього аналізу є такі тенденції, як початок використання нетрадиційних методів монетарної політики з 2014 року, що призводить до позитивної тенденція зростання інфляції.

2.2 Вивчення проведеної монетарної політики Федеральної Резервної Системи США та її антикризових заходів

Федеральна резервна система є центральним банком Сполучених Штатів. Вона виконує п'ять основних функцій для сприяння ефективному функціонуванню американської економіки і, в більш широкому сенсі, суспільним інтересам. Федеральна резервна система:

- проводить грошово-кредитну політику країни для сприяння максимальній зайнятості, стабільним цінам та помірним довгостроковим процентним ставкам в економіці США;
- сприяє стабільності фінансової системи та прагне мінімізувати і стримувати системні ризики через активний моніторинг та участь у фінансовій діяльності в США та за кордоном;
- сприяє безпеці та надійності окремих фінансових установ та відстежує їх вплив на фінансову систему в цілому;
- сприяє безпеці та ефективності платіжних і розрахункових систем шляхом надання послуг банківській галузі та уряду США, які полегшують транзакції та платежі в доларах США;
- сприяє захисту прав споживачів та розвитку громад через нагляд та перевірки, орієнтовані на споживачів, дослідження та аналіз нових проблем і тенденцій у сфері захисту прав споживачів, діяльність з економічного розвитку громад та адміністрування законів і нормативних актів у сфері захисту прав споживачів. [27]

Монетарна політика впливає на економіку США - і на виконання подвійного мандату - насамперед через вплив на процентні ставки та загальні фінансові умови. З огляду на це, Федеральний комітет з операцій на

відкритому ринку (FOMC) приймає рішення про відповідну позицію або "позицію" монетарної політики. З часом Комітет підвищував і знижував цільовий діапазон облікової ставки, тобто ставки по федеральних фондах. Коли Федеральний комітет з операцій на відкритому ринку (FOMC) змінює цільовий діапазон для ставки по федеральних фондах, інші процентні ставки та фінансові умови змінюються у відповідь, впливаючи таким чином на рішення домогосподарств та бізнесу щодо витрат.

При визначенні відповідної позиції монетарної політики комітет оцінює, як різноманітні фактори впливають на поточний та прогнозований розвиток економіки. Ці фактори впливають на рішення комітет щодо відповідної позиції монетарної політики.

Наразі можна виділити 3 головних фактори:

- Прогнозовані фактори
- Потрясіння внаслідок зміни попиту
- Потрясіння внаслідок зміни пропозиції

На витрати, випуск, зайнятість та інфляцію впливає багато факторів. Деякі з цих факторів можна передбачити і врахувати в дискусіях FOMC. Наприклад, уряд впливає на попит в економіці через зміни в податках і програмах витрат, які часто можна передбачити. Дійсно, економічні наслідки зниження податків можуть передувати його фактичному впровадженню, якщо бізнес і домогосподарства збільшують свої витрати в очікуванні зниження податків. Крім того, далекоглядні фінансові ринки можуть врахувати очікувані фіскальні події в рівні та структурі процентних ставок.

Інші фактори, що впливають на витрати на товари та послуги, можуть стати несподіванкою і вплинути на економіку в непередбачуваний спосіб. Прикладами таких "шоків попиту" є зміни у споживчій та діловій довірі або несподівані зміни в кредитних стандартах, які банки та інші кредитори застосовують при наданні кредитів. Виявивши шок попиту, FOMC може спробувати компенсувати його вплив на економіку, скоригувавши монетарну політику. Наприклад, у 2020 році світова економіка раптово і серйозно

постраждала від пандемії коронавірусу (COVID-19). Ця криза у сфері охорони здоров'я порушила економічну активність, суттєво вплинула на фінансові умови та створила ризики для економічних перспектив. У світлі цих подій FOMC швидко скоригував позицію монетарної політики, в тому числі застосувавши деякі нетрадиційні заходи. (Див. "2020 рік і далі: Вжиття агресивних заходів в умовах глобальної пандемії" на стор. 34 для більш детального обговорення). Однак в інших випадках, оскільки дані та інша інформація про стан економіки доступні не одразу, може пройти певний час, перш ніж шок попиту буде виявлено і FOMC відреагує на нього. Оскільки традиційні зміни в монетарній політиці впливають на економіку із запізненням, сьогоднішні дії можуть тривати кілька кварталів або більше, перш ніж їхній вплив на витрати та інфляцію стане відчутним. Таким чином, шоки попиту можуть на деякий час відштовхнути економіку від цілей ФРС щодо максимальної зайнятості та цінової стабільності.

Інші шоки можуть впливати на виробництво товарів і послуг та ціни на них, змінюючи витрати, пов'язані з виробництвом, або технології, що використовуються у виробництві. Прикладами таких "шоків пропозиції" є втрати врожаю через екстремальні погодні умови та сповільнення темпів зростання продуктивності порівняно з тим, що могло б відбутися за інших умов - такі несприятливі шоки пропозиції, як правило, призводять до підвищення цін та скорочення виробництва (а також зайнятості). Перебої на нафтовому ринку, які зменшують пропозицію нафти та суттєво підвищують її ціну, можуть також підвищити інші ціни та зменшити виробництво, оскільки нафта є сировиною для виробництва багатьох товарів. Перед обличчям цих негативних шоків пропозиції політики можуть спробувати протидіяти втраті обсягів виробництва шляхом пом'якшення монетарної політики та створення фінансових умов, більш сприятливих для витрат; з іншого боку, політики можуть спробувати протидіяти зростанню цін шляхом посилення жорсткості монетарної політики. В цих ситуаціях FOMC вказав, що буде враховувати дефіцит зайнятості та відхилення інфляції при досягненні своїх цілей.

Звичайно, економіка також може зазнати сприятливих шоків пропозиції, таких як технологічні прориви або зниження вартості важливої сировини, і ці сприятливі шоки пропозиції можуть як знизити ціни, так і стимулювати виробництво. [28]

Федеральна резервна система та інші центральні банки відреагували на поглиблення кризи восени 2008 р. не тільки відкриттям нових об'єктів екстреної ліквідності, але і зниженням політичних процентних ставок до близьких до нуля і здійсненням інших кроків для полегшення фінансових умов. Очікується, що такі швидкі та агресивні реакції пом'якшать шок для економіки, зменшивши вартість запозичень для домогосподарств та підприємств, тим самим заохочуючи їх продовжувати витратити.

Після того, як короткострокові ставки досягли ефективної нульової межі в грудні 2008 року, Федеральна резервна система також діяла для формування процентної ставки та інфляційних очікувань за допомогою різних комунікацій. На засіданні у березні 2009 року Федеральний комітет з відкритого ринку (FOMC) зазначив, що досліджує економічні умови як такі, що можуть гарантувати «виключно низький» рівень ставки федеральних фондів на «тривалий період», у якої на меті надати більше вказівок, ніж зазвичай, щодо ймовірного шляху процентних ставок та допомогти фінансовим ринкам сформувати більш точні очікування щодо політики у вкрай невизначеному економічному та фінансовому середовищі. Зазначивши, що ставка федеральних фондів, ймовірно, залишиться на «виключно низькому» рівні протягом «тривалого періоду», FOMC, ймовірно, зміг зберегти довгострокові процентні ставки нижче, ніж було б в іншому випадку.

Щоб надати громадськості більше контексту для розуміння рішень монетарної політики, члени Правління та президенти Резервного банку домовилися наприкінці 2007 року підготувати більш часті прогнози, що охоплюють більш тривалі часові проміжки та пояснити ці прогнози. У січні 2009 року політики також додали інформацію про свої погляди на довгострокові рівні, до яких економічне зростання, інфляція та рівень

безробіття, ймовірно, сходяться з часом. Додаткова ясність щодо довгострокового рівня інфляції, зокрема, ймовірно, допомогла утримати інфляційні очікування на якорі під час кризи. Якби очікування пішли за зниженням інфляції, реальні процентні ставки зросли б, стримуючи витрати далі. Якби очікування зросли через стурбованість здатністю Федеральної резервної системи розкрити незвичайні дії, які вона робила, нам, можливо, потрібно було б обмежити ці дії і в результаті стимулювати витрати.

Федеральний резерв фінансував свої покупки цінних паперів, кредитуючи рахунки, які банки тримають у нас. У поясненнях наших дій під час кризи ФРС зосередився на наслідках наших покупок на цінах активів, які Центральний Банк купив, і на переливанні цін на супутні активи, як я щойно зробив. Величезна кількість створених банківських резервів досліджувалась в основному як побічний продукт покупок, які навряд чи матимуть значний незалежний вплив на фінансові ринки та економіку. Однак ця точка зору не узгоджується з простими моделями в багатьох підручниках або монетаристською традицією монетарної політики, яка підкреслює лінію причинності від резервів до грошової маси до економічної активності та інфляції. Згідно з цими теоріями, додаткові резерви повинні спонукати банки диверсифікуватися в додаткове кредитування і купівлю цінних паперів, знижуючи вартість запозичень для домогосподарств і бізнесу, і тому повинні спровокувати збільшення грошової маси і витрат. На сьогоднішній день цей канал, здається, не був ефективним: процентні ставки за банківськими кредитами щодо звичайних орієнтирів залишаються підвищеними, кількість банківських кредитів все ще падає, а зростання грошової маси було придушено. Поведінка банків виглядає більш відповідною стандартній кейнсіанській моделі пастки ліквідності, в якій попит на резерви стає абсолютно еластичним, коли короткострокові процентні ставки наближаються до нуля. Але портфельна поведінка банків може змінитися в міру відновлення економіки і довіри, і нам потрібно буде уважно дивитися і вивчати цей канал.

Інша невизначеність, яка заслуговує додаткового обстеження, передбачає вплив масштабних покупок довгострокових активів на інфляційні очікування. Чим більше купуємо, тим більше резервів в кінцевому підсумку потрібно буде поглинути, і тим більше активів нам в кінцевому підсумку потрібно буде розпоряджатися до проведення монетарної політики, поведінки міжбанківських ринків, а баланс Федрезерву може повністю повернутися до норми. Як наслідок, такі покупки можуть підвищити інфляційні очікування серед деяких спостерігачів, які можуть побачити ризик того, що банк не буде скорочувати резерви і підвищувати процентні ставки своєчасно. Поки що довгострокові інфляційні очікування, як правило, добре закріплені за останні кілька років незвичайних дій Федеральної резервної системи. Однак залишається багато невирішених питань щодо зв'язку між діями центрального банку та інфляційними очікуваннями, і побоювання щодо ефекту від розміру нашого балансу часто звучать в коментарях на фінансовому ринку.

Це, звичайно, занадто рано, щоб повністю оцінити всі уроки, отримані щодо ведення монетарної політики під час кризи, але кілька спостережень, здається, варто відзначити навіть на цій ранній стадії.

По-перше, зобов'язання підтримувати процентні ставки на певному рівні повинні бути належним чином обумовлені еволюцією економіки. Якщо вони хочуть досягти своїх цілей, центральні банки не можуть приймати зобов'язання щодо безумовної процентної ставки, виходячи лише з часового виміру. Банк Канади нещодавно продемонстрував цю потребу, переглянувши свої зобов'язання щодо часу на основі мінливих обставин. Для подальшого уточнення того, що мова «тривалого періоду» залежить від еволюції економіки, FOMC підкреслив у заяві за листопад 2009 року, що її очікування, що ставка федеральних фондів, ймовірно, залишиться на рівні «виключно низький» рівень протягом «тривалого періоду» залежав від перспектив використання ресурсів, інфляції та інфляційних очікувань після очікуваних траєкторій.

Збільшення наших цільових показників інфляції може призвести до більш мінливої інфляції та гірших економічних результатів з часом. Інфляційні очікування обов'язково повинні стати незмінними, оскільки інфляція рухається вгору. Я сумніваюся, що домогосподарства та підприємства негайно підвищать свої очікування до нових цілей, і що очікування будуть добре закріплені на нових вищих рівнях. Замість цього, я боюся, що може бути тривалий процес навчання, так само, як коли інфляція зупинилася протягом останніх десятиліть. Крім того, більш високий цільовий показник інфляції також може означати, що інфляція буде вищою, ніж можна ігнорувати, і підприємства та домогосподарства можуть більше враховувати інфляцію при написанні контрактів та здійсненні інвестицій, збільшуючи шанси того, що в іншому випадку перехідна інфляція стане більш стійкою.

З обох цих причин підвищення довгострокової мети інфляції може зробити очікування більш чутливими до недавньої інфляції, дій центрального банку та інших економічних умов. Ця більша чутливість зменшить здатність центральних банків буферизувати економіку від поганих потрясінь. Це також може призвести до більш нестабільної інфляції в довгостроковій перспективі і, отже, більш високі премії інфляційного ризику в номінальних процентних ставках. Примітно, що, хоча теоретичні економічні аргументи для підвищення цільових показників інфляції добре вивчені, жоден великий центральний банк не підвищив свою мету у відповідь на недавню фінансову кризу. [29]

Також слід відзначити монетарну політику протягом пандемії. По-перше, ФРС скоротила цільовий показник ставки федеральних фондів, ставки банки платять, щоб позичати один у одного протягом ночі, в цілому 1,5 процентних пункти на своїх засіданнях 3 березня і 15 березня 2020 року. Ці скорочення знизили ставку коштів до діапазону від 0% до 0,25%. Ставка федеральних фондів є орієнтиром для інших короткострокових ставок, а також впливає на більш довгострокові ставки, тому цей крок був спрямований на підтримку витрат за рахунок зниження вартості запозичень для домогосподарств і бізнесу.

Використовуючи інструмент, відточений під час Великої рецесії 2007-09 років, ФРС запропонувала передові рекомендації щодо майбутнього шляху процентних ставок. Спочатку, він сказав, що буде тримати ставки близько нуля, «поки він не впевнений, що економіка пережила останні події і знаходиться на шляху до досягнення своїх максимальних цілей зайнятості та цінової стабільності». У вересні 2020 року, відображаючи нову структуру монетарної політики ФРС, вона посилила це керівництво, заявивши, що ставки залишаться низькими, «поки умови ринку праці не досягнуть рівнів, що відповідають оцінкам Комітету щодо максимальної зайнятості та інфляції, зросли до 2 відсотків і деякий час помірно перевищують 2 відсотки». До кінця 2021 року інфляція була значно вище цільового показника ФРС в 2%, а ринки праці наближалися до цільового показника ФРС «максимальна зайнятість». На своєму засіданні в грудні 2021 року комітет ФРС з розробки політики, Федеральний комітет з відкритого ринку (FOMC), дав зрозуміти, що більшість його членів очікували підвищити процентні ставки за три кроки на чверть процентного пункту в 2022 році.

ФРС відновила купівлю величезних обсягів боргових паперів, ключового інструменту, який вона використовувала під час Великої рецесії. Реагуючи на гостру дисфункцію ринків казначейства та іпотечних цінних паперів (MBS) після спалаху COVID-19, дії ФРС спочатку були спрямовані на відновлення безперебійного функціонування цих ринків, які відіграють вирішальну роль у потоці кредиту в більш широку економіку як орієнтири та джерела ліквідності. 15 березня 2020 року ФРС перенесла завдання QE на підтримку економіки. У ньому говорилося, що він купить щонайменше 500 мільярдів доларів казначейських цінних паперів і 200 мільярдів доларів гарантованих урядом іпотечних цінних паперів протягом «найближчих місяців». 23 березня 2020 року він зробив покупки відкритими, заявивши, що купуватиме цінні папери «в обсягах, необхідних для підтримки безперебійного функціонування ринку та ефективної передачі монетарної політики до більш широких фінансових умов», розширивши заявлену мету

купівлі облігацій, включаючи зміцнення економіки. У червні 2020 року ФРС встановила свої темпи покупок щонайменше до 80 мільярдів доларів на місяць у Treasuries і 40 мільярдів доларів у житлових і комерційних іпотечних цінних паперах до подальшого повідомлення. ФРС оновила свої рекомендації в грудні 2020 року, щоб вказати, що сповільнить ці покупки, коли економіка досягне «значного подальшого прогресу» в досягненні цілей ФРС щодо максимальної зайнятості та цінової стабільності. У листопаді 2021 року, судячи з того, що випробування було виконано, ФРС почала знижувати темпи купівлі активів на 10 мільярдів доларів у казначейських облігаціях та 5 мільярдів доларів у MBS щомісяця. На наступному засіданні FOMC у грудні 2021 року ФРС подвоїла швидкість скорочення, скоротивши свої покупки облігацій на 20 мільярдів доларів у казначейських облігаціях та 10 мільярдів доларів у MBS щомісяця.

Завдяки програмі Primary Dealer Credit Facility (PDCF), відновленій після світової фінансової кризи, ФРС запропонувала кредити з низькою процентною ставкою до 90 днів 24 великим фінансовим установам, відомим як первинні дилери. Дилери надали ФРС різні цінні папери в якості застави, включаючи комерційні паперові і муніципальні облігації. Метою було допомогти цим дилерам продовжувати відігравати свою роль у збереженні функціонування кредитних ринків під час стресу. На початку пандемії установи та приватні особи були схильні уникати ризикованих активів та накопичувати готівку, а дилери стикалися з перешкодами для фінансування зростаючих запасів цінних паперів, які вони накопичували, коли робили ринки.

І додатково, ФРС значно розширила сферу своїх операцій з викупу угоди (репо) для воронки готівки на грошові ринки. Ринок РЕПО, де фірми позичають і позичають готівку і цінні папери короткострокові, як правило, за одну ніч. Оскільки збої на ринку РЕПО можуть вплинути на ставку федеральних фондів, операції РЕПО ФРС зробили готівку доступною для первинних дилерів в обмін на казначейство та інші цінні папери, забезпечені державою. До того, як на ринок обрушилися коронавірусні потрясіння, ФРС пропонувала 100 мільярдів доларів за ніч репо і 20 мільярдів доларів за два

тижні репо. Протягом усієї пандемії ФРС значно розширила програму - як у запропонованих сумах, так і в обсязі кредитів. У липні 2021 року ФРС створила постійний постійний фонд репо для підтримки грошових ринків під час стресу.

ФРС закликала банки - як найбільші банки, так і громадські банки - зануритися в свої буфери регулятивного капіталу та ліквідності, щоб збільшити кредитування під час пандемії. Реформи, запроваджені після фінансової кризи, вимагають від банків додаткового капіталу, що поглинає втрати, щоб запобігти майбутнім невдачам та фінансовим фінансам. Однак ці реформи також включають положення, які дозволяють банкам використовувати свої буфери капіталу для підтримки кредитування в умовах спаду. ФРС підтримала це кредитування через технічну зміну своєї вимоги щодо TLAC (сукупної потужності, що поглинає втрати), яка включає капітал і довгостроковий борг, поступово поетапно до обмежень, пов'язаних з недоліками TLAC. (Для збереження капіталу великі банки також призупинили викуп своїх акцій.) ФРС також усунула вимогу банків щодо резервування - відсоток депозитів, які банки повинні тримати як резерви для задоволення попиту на готівку - хоча це було значною мірою неактуально, оскільки банки володіли набагато більше, ніж необхідні резерви. ФРС обмежила дивіденди та викуп акцій банківських холдингових компаній протягом пандемії, але скасувала ці обмеження, що діють 30 червня 2021 року, для більшості фірм на основі результатів стрес-тестів. Ці стрес-тести показали, що банки мали достатньо капіталу для підтримки кредитування, навіть якщо економіка була набагато слабшою, ніж очікувалося. [30]

Отже, опираючись на теоретичну інформацію, проаналізуємо основний показник монетарної політики інфляційного таргетування - індекс споживчих цін.

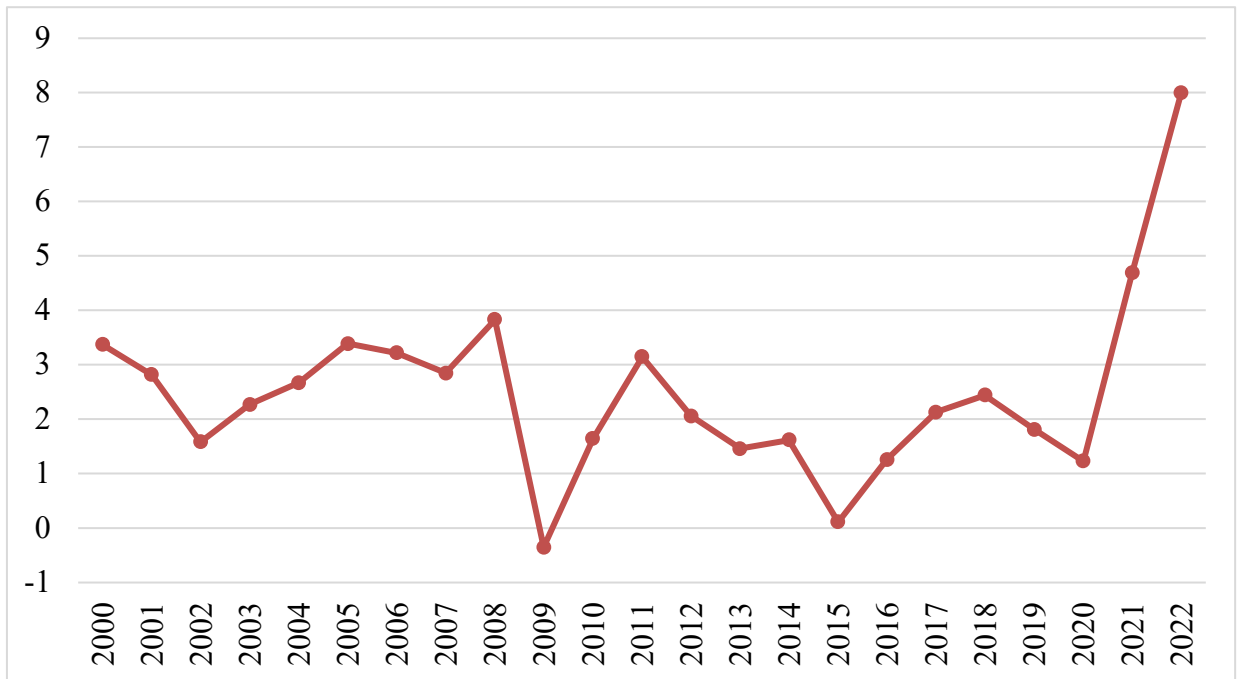


Рис. 2.7 Рівень інфляції США протягом 2000-2022 років, відсотки.

Джерело: складено автором на основі [31]

Отже, опираючись на показники можна зробити декілька висновків. По-перше, починаючи з 2000 до 2002 року було зниження до значення 1,58%, тенденція зниження прослідковується також у 2008-2009, 2011-2013 та 2018-2020 роках.

Така тенденція пов'язана зі світовими кризами та несанкціонованим вторгненням Росії до України. Тренд на зростання помітний протягом 2002-2005, 2007-2008, 2009-2011, 2013-2014, 2015-2018 та 2020-2022 роках. Це говорить про те, що на початку криза негативно впливає на монетарну політику, але система підлаштовується під світові тенденції, хоч і негативні.

Додатково слід проаналізувати показники облікових ставок та ставок за федеральними фондами.

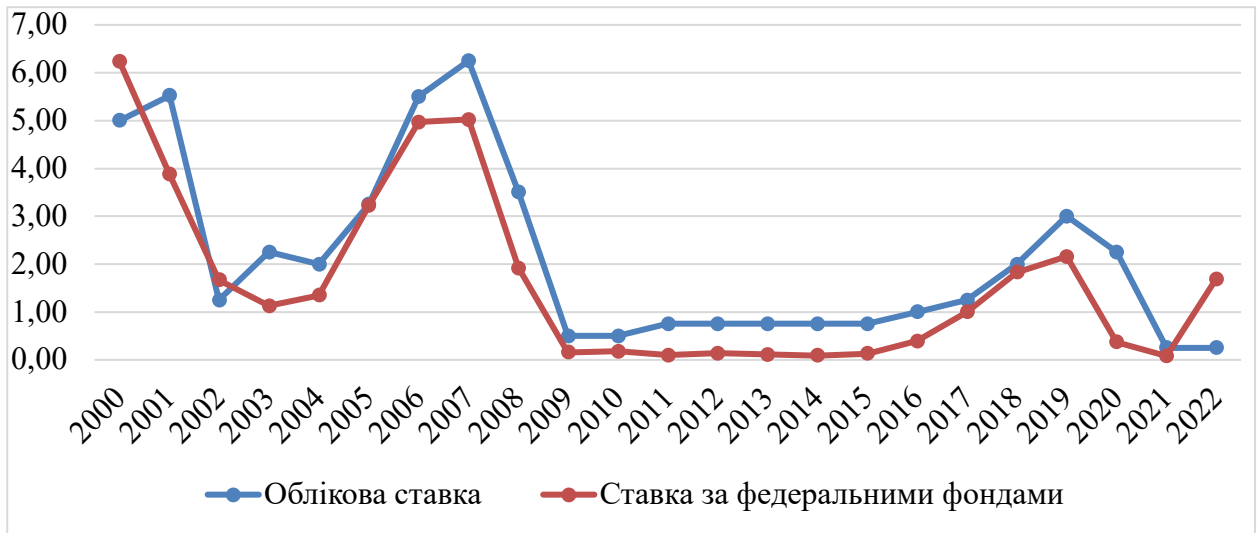


Рис. 2.8 Облікові ставки та ставки за федеральними фондами ФРС протягом 2000-2022 років, відсотки.

Джерело: складено автором на основі [32]

Коли ФРС підвищує ставку по федеральних фондах, вона прагне збільшити вартість короткострокових запозичень по всій економіці. Це, в свою чергу, зменшує пропозицію кредитів і робить їх дорожчими для всіх. Це може призупинити зростання інфляції, зменшивши кількість грошей, що протікають через економіку. Така тенденція помітна протягом 2003-2007, 2014-2019 та 2021-2022 роках.

Проаналізуємо операції РЕПО (див. дод. Б.3), які проводяться ФРС. Такі операції зазвичай використовуються для залучення короткострокового капіталу.

Отже, опираючись на показники РЕПО можна сказати, що вони протягом усього періоду додатні. Додатні ставки репо можуть виникати тоді, коли на заставні цінні папери існує винятковий попит. Для того, щоб запозичити ці цінні папери, покупці повинні переконати потенційних продавців більшою кількістю грошей. Під час кризи 2008-2010 років показники впали до найнижчого значення у 2010 та 2013 роках. Пандемія також вплинула на показники у 2022 році, вони зросли тобто був особливий попит на РЕПО.

Також важливим показником аналізу монетарної політики є дохідність 10-річних державних облігацій.

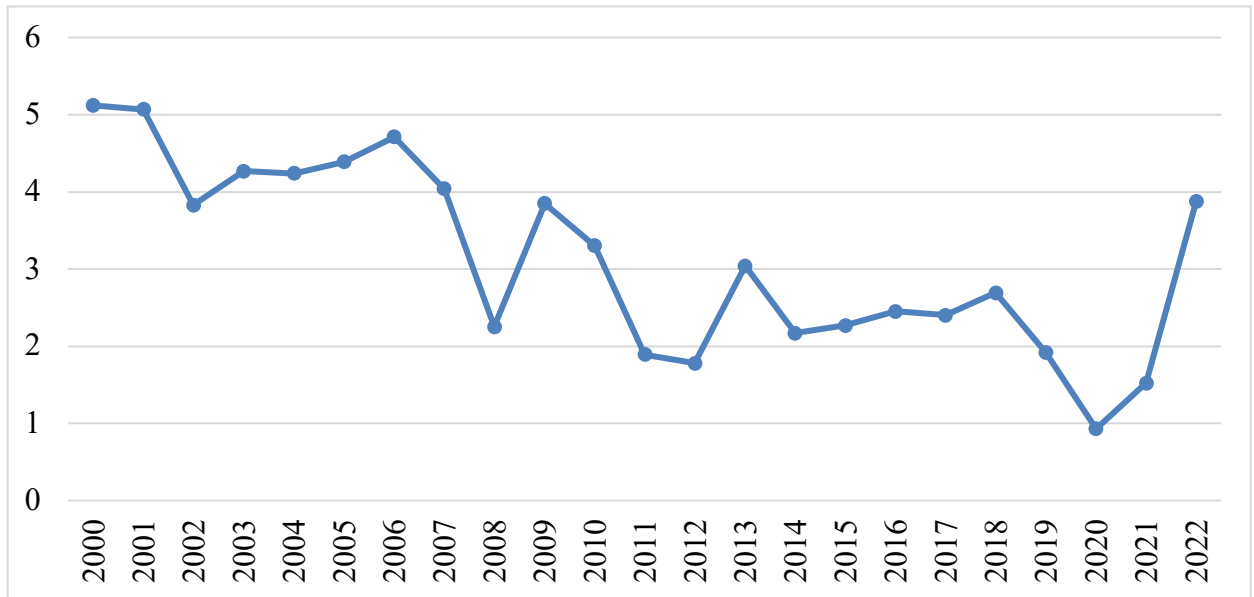


Рис. 2.9 Рівень дохідності 10-річних державних облігацій США протягом 2000-2022 років, відсотки.

Джерело: складено автором на основі [34]

Аналізуючи ці показники можна зробити декілька висновків. По-перше, протягом усього проаналізованого періоду показники мають доволі нестабільні значення, хоча наразі присутня тенденція до зростання. Особливо помітне зниження було проявлено у 2002, 2008 та 2020 роках. Найбільш помітне зростання було зафіксовано у 2022 році. Щодо від'ємних показників, то вони не були присутні, тобто, вкладники або покупці облігацій не сплачували емітенту облігацій суму при погашенні замість отримання доходу у вигляді відсотків.

Для загального розуміння активності монетарної політики ФРС за аналіз було досліджено показники активів та темпи їх зміни протягом 2000-2022 років.

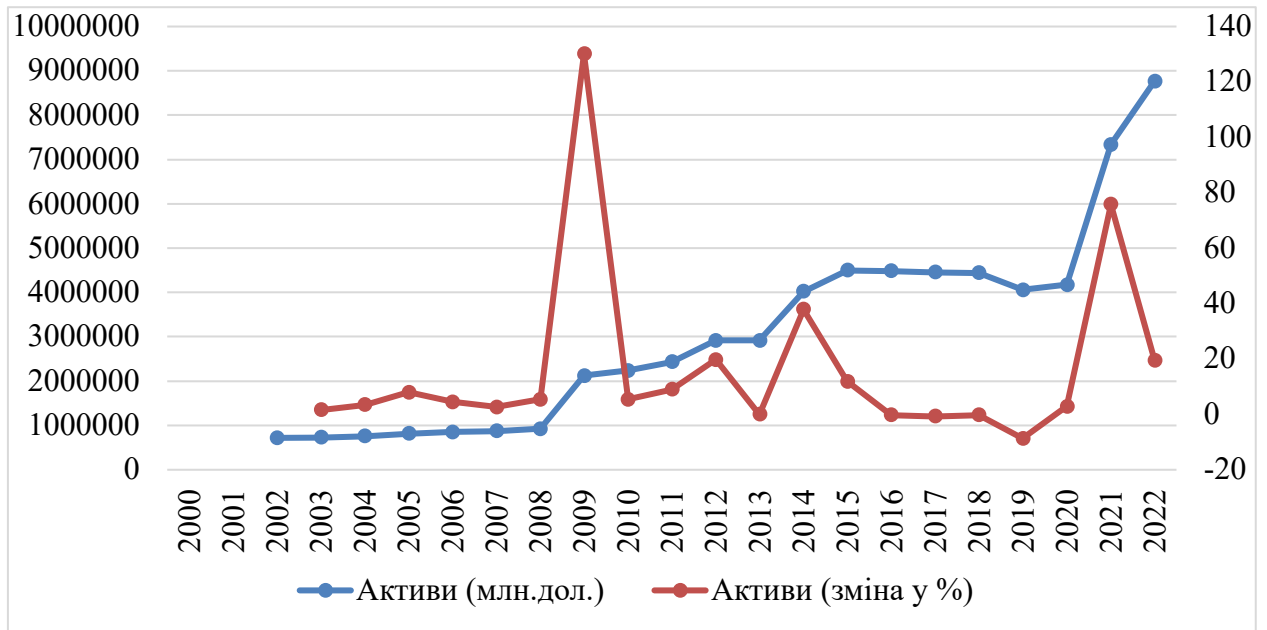


Рис. 2.10 Активи ФРС та темпи їх зростання протягом 2000-2022 років, млн. дол. США та відсотки.

Джерело: складено автором на основі [35]

Загалом, показники активів Центрального Банку мають тенденцію до зростання, як і їх темпи зростання. Отже, можна зробити висновок, що їх зростання досить стабільне, але має значні коливання протягом 2009, 2014 та 2021 років. Найбільше падіння було помітне у 2019 році, а найбільше зростання – у 2009 році. Коли ФРС купує фінансові активи, такі як облігації, підвищений попит на ці активи призводить до зростання цін на них. Щодо кризи 2008 року, то активи зростали через збільшення відсоткових ставок. У 2022 році було зниження активів через надмірне використання даних активів під час боротьби з пандемією, коли фінансування держав було пріоритетом.

Отже, проаналізувавши складові монетарної політики було проведено регресійний та кореляційний аналіз для виявлення впливу інструментів монетарної політики на індекс споживчих цін.

Для даного аналізу були вибрані такі показники як індекс споживчих цін, операції РЕПО, дохідність 10-ти річних облігацій США, показники ставки по федеральним фондам, активи США, показники зміни активів, облікова ставка, грошова маса та резервний банківський кредит. Перш за все для

побудови моделі, проводився кореляційний аналіз показників, які досліджені у роботі. В результаті були виявлені найбільш впливовіші показники на ІСЦ та які не корелюють між собою для того щоб уникнути мультиколеніарності в моделі, яка може негативно вплинути на її інтерпретацію, дані наведено у додатку таблиця Б.1 таблиці 2.3.

Джерело: розраховано автором

Виходячи з результатів кореляційного аналізу можна зробити висновок, що між собою не корелюють та впливають на індекс споживчих цін 2 показники – показники операції РЕПО та показники ставки по федеральним фондам.

Отже, була побудована регресійна модель, що має такий загальний вигляд:

$$CPI_t = a + \beta_1 REPO_t + \beta_3 FFR_t \quad (3)$$

Де CPI – рівень індексу споживчих цін, відсотки, REPO – показники операції РЕПО, мільярди доларів США та FFR – показники ставки по федеральним фондам, відсотки.

Результати регресійного аналізу представлені в таблиці 2.5.

Таблиця 2.5

Регресійний аналіз дослідження факторів ефективності використання інструментів монетарної політики ФРС

Модель	Нестандартизовані коефіцієнти	Стандартизовані коефіцієнти	t	Значимість
	Стандартні відхилення	Бета		
const	0.329084	1.61236	4.900	<0.0001
1 Операції РЕПО (REPO)	7.27344e-07	3.48516e-06	4.792	0.0001
Ставки по федеральним фондам (FFR)	0.131064	0.515548	2.408	0.0258

Джерело: розраховано автором

Отже модель має такий вигляд:

$$\text{CPI} = \text{Const} + 3.48516\text{e-}06\text{REPO} + 0.515548\text{LTRO} \quad (4)$$

$$(4.900^{***}) \quad (4.792^{***}) \quad (2.408^{**})$$

$$R^2=0,58$$

Отже, опираючись на дану модель, можна зробити висновок, що модель є значимою на 58%. Найбільший вплив спостерігається для змінної короткострокових операцій з рефінансування, яка має прямий зв'язок з індексом споживчих цін, тобто, якщо показник зросте на 1%, то індексу споживчих цін зросте на 3 пункти, хоча, опираючись на теоретичні вчення, то залежність повинна бути оберненою. Такий парадокс присутній тому, що присутній профіцит ліквідності. Менше коливання інфляції дає показник ставки по федеральним фондам. Ефект відсоткової ставки показує залежність між рівнем цін та відсотковою ставкою, якщо рівень цін підвищується, то процентна ставка також зросте.

На основі отриманих даних можна сказати, що як традиційні, так і нетрадиційні заходи монетарної політики мають вплив на інфляцію.

РОЗДІЛ 3

ОСОБЛИВОСТІ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ УКРАЇНИ

3.1 Розвиток монетарної політики України

Головною метою грошово-кредитної політики центрального банку є забезпечення фінансової стійкості банківського сектору, ефективності платіжно-розрахункового механізму та фінансової стабільності країни, що є одним із визначальних чинників загального економічного зростання країни. Тому монетарна політика Національного банку України (НБУ) перебуває під пильною увагою, особливо в контексті переходу до нового монетарного режиму.

На початку незалежності банківська система України була підпорядкована Закону "Про банки і банківську діяльність", який був прийнятий у березні 1991 року. Він був прийнятий Верховною Радою Української РСР і заклав правила функціонування банківської системи на наступні вісім років, як виявилось, для незалежної України. Він також визначив роль Центрального банку, який згодом став Національним банком України. Після розпаду Радянського Союзу, який призвів до розриву виробничих ланцюжків і залишив підприємства без державних замовлень, загострилася проблема збитковості виробництва. Виробляти та продавати продукцію стало вкрай складно, що призвело до заборгованості перед постачальниками, невиплати заробітної плати та дефіциту робочої сили. Це призвело до зростання заборгованості перед постачальниками, невиплати заробітної плати та невиконання податкових зобов'язань. Україна зіткнулася з масштабною кризою платоспроможності та банківською кризою. Верховна Рада вирішила боротися з наслідками кризи за рахунок державного бюджету, і платити за все довелося Національному банку. Завданням Міністерства фінансів було надання компаніям, особливо в аграрному та енергетичному секторах, субсидій з бюджету, по суті, безоплатно.

Далі було запровадженням у жовтні 1994 року Кабінетом Міністрів у співпраці з Національним банком програми по боротьбі з інфляцією. В підсумку, річні темпи інфляції були знижені вдвічі. Цей етап також характеризується стабільністю макроекономічних показників. У цей же період, у 1995 році, Національний банк створив новий інструмент - облігації внутрішньої державної позики (ОВДП). Емітентом цих облігацій стало Міністерство фінансів, а НБУ був агентом з їх розміщення.

З 1998 року Україну вразила ще одна криза, спричинена розпадом російської кредитної бульбашки. Оскільки українська економіка була тісно пов'язана з російською, це призвело до того, що гривня впала вдвічі протягом року, а уряд виявився неспроможним здійснювати виплати за своїми державними облігаціями. Лише нещодавно українська банківська система оговталася від початку кризи і почала нормально розвиватися; з цієї причини вона була недостатньо капіталізована, щоб ефективно боротися з кризою.

Протягом 2000 по 2007 було поступове відновлення та розвиток економіки в цілому та банківської системи зокрема. Національний банк проводив нейтральну обмежувальну політику протягом цього періоду. Облікова ставка була поступово знижена після кризи. Період характеризувався збільшенням обсягів рефінансування, зокрема через кредити овернайт, кредитні тендери та операції СВОП. Водночас були створені умови для нової банківської кризи - кризи 2008-2009 років через збільшення обсягів кредитування без покриття потреб у ліквідності та зростання валютних ризиків через значну частку операцій в іноземній валюті. У цей час активно спостерігалось уповільнення розвитку ринку фінансових послуг в Україні, зниження загального попиту домогосподарств внаслідок негативних очікувань, послаблення економічної активності в суспільстві.

Період між кризами, 2009-2013 роки, наприкінці якого українська економіка досягла свого піку, а результати цього року повторилися лише у 2019 р. Проте, як з'ясувалося пізніше, монетарна політика тодішнього Кабміну та НБУ стала однією з головних причин економічної кризи 2014-2015 рр.

Нацбанк проводив м'яку експансіоністську політику і поступово знизив облікову ставку з 9,5% до 6,5%. У цей час незалежність регулятора не ставилася під сумнів, він лише виконував доручення Кабінету Міністрів. Незважаючи на подолання кризи, НБУ продовжував емісію грошей.

У 2014 році НБУ взяв на себе відповідальність за перехід до інфляційного таргетування в рамках програми співпраці з Міжнародним валютним фондом (МВФ) Механізм Розширеного Фінансування (EFF). Відповідно до Стратегії грошово-кредитної політики на 2016-2020 роки, офіційною датою переходу до інфляційного таргетування було визначено початок 2017 року. З 2015 року до початку повномасштабної війни 24 лютого 2022 року Національний банк забезпечував цінову стабільність, використовуючи інфляційне таргетування та плаваючий обмінний курс гривні. Основним інструментом монетарної політики за режиму інфляційного таргетування є облікова ставка. [36]

Інфляційне таргетування - це механізм монетарної політики, за якого центральний банк використовує встановлену інфляційну мету як номінальний орієнтир і зобов'язується спрямовувати свою монетарну політику на досягнення цієї мети в середньостроковій перспективі. Цей режим передбачає публічне оголошення кількісних середньострокових цілей з інфляції [37].

Принцип інфляційного таргетування передбачає, що метою є цінова стабільність, яка веде до низької та стабільної інфляції. Цінова стабільність має забезпечити сприятливі умови для економічного зростання та високої зайнятості через:

- передбачуваного середовища для прийняття споживчих та інвестиційних рішень
- захист доходів та заощаджень домогосподарств від знецінення, спричиненого інфляцією
- довіри до національної валюти;
- низькі реальні та номінальні процентні ставки.

Цей підхід виявився ефективним як в Україні, так і в країнах зі схожими економічними умовами, зокрема з точки зору зниження інфляції та стабілізації економічного зростання.

Натомість зниження ефективності ринкових інструментів та висока невизначеність, спричинена початком повномасштабної війни, тимчасово унеможливили проведення монетарної політики в традиційному форматі інфляційного таргетування. Тимчасово змінився підхід до пріоритетних функцій, завдань та принципів проведення грошово-кредитної політики НБУ.

Головним стабілізаційним інструментом для забезпечення стійкого зниження інфляції та підтримки адаптації економіки до умов повномасштабної війни стало підтримання стабільності обмінного курсу, а основним інструментом грошово-кредитної політики - валютні інтервенції. Ключова ставка відіграє важливу допоміжну роль у формуванні стабільності валютного ринку та захисті міжнародних резервів. Інші заходи, вжиті Національним банком, такі як збереження та калібрування низки адміністративних обмежень (у тому числі на валютні операції та рух капіталу), припинення емісійного фінансування та забезпечення привабливості гривневих активів, допомагають підтримувати стабільність валютного ринку.

Втім, режим фіксованого обмінного курсу має як переваги, так і недоліки, і з часом недоліки можуть переважати над перевагами. Приміром, валютні обмеження можуть втратити свою ефективність, а очікування щодо надійності прив'язки обмінного курсу можуть змінитися. Такі зміни можуть призвести до більших викривлень на ринку, викривлень у тіньовій економіці та відволікання ресурсів на непродуктивні цілі, перешкоджаючи при цьому продуктивному підприємництву. Усі ці фактори можуть поглибити зовнішні дисбаланси, що матиме негативні наслідки для управління державними фінансами.

Більш того, як учасники ринку, так і стейкхолдери звикають до прив'язки до обмінного курсу. Це може спричинити поступову деградацію їхніх бізнес-моделей та систем управління ризиками, що сприятиме накопиченню

валютних ризиків. Водночас економіка втрачає можливість пристосовуватися до умов зовнішньої та внутрішньої кон'юнктури через гнучкість обмінного курсу, а центральний банк позбавляється важливого інструменту монетарної політики.

Відтак, попри позитивні ефекти таргетування обмінного курсу на початковому етапі дезінфляції, у довгостроковій перспективі може стати дедалі складніше одночасно досягати цілей цінової та фінансової стабільності, а також сталого економічного зростання.

3 жовтня 2023 року Національний банк перейшов до керованого курсоутворення, щоб уникнути негативних наслідків тривалої фіксації обмінного курсу та посилити стійкість економіки і валютного ринку, їхню здатність краще адаптуватися до внутрішніх і зовнішніх шоків, а також додати бізнесу трохи більше свободи.

Відтак, Національний банк планує повернутися до інфляційного таргетування з плаваючим обмінним курсом за сприятливих умов, оскільки саме такий механізм дозволяє центральному банку одночасно досягати цілей цінової та фінансової стабільності, а також стійкого довгострокового економічного зростання.

Особливу увагу слід приділити визначенню основних проблем, загроз та недоліків монетарної політики НБУ, які перешкоджають ефективному монетарному регулюванню. По-перше, це високий рівень невизначеності, за якого навіть різке підвищення процентних ставок не стабілізує внутрішню фінансову систему, оскільки не запобігатиме відтоку капіталу за кордон та втраті золотовалютних резервів. По-друге, волатильність обмінного курсу та девальвація гривні. Структура відкритої сировинної економіки України та структура споживчого кошика з високою часткою імпортованих товарів передбачає, що стабільність обмінного курсу є якорем для стабільності внутрішніх цін. Тобто, інфляція є переважно наслідком девальвації національної валюти.

Додатково можна виділити присутність неформального сектору є значною. Динаміка тіньової економіки має прямі та непрямі наслідки для монетарних інструментів. Так, оскільки значна частка операцій в тіньовій економіці здійснюється в готівковій формі, зміни в економічній активності часто призводять до збільшення попиту на готівку, що, в свою чергу, може суттєво підірвати раціональність та змістовність монетарної політики. Слід відзначити, що під час воєнного стану комерційним банкам складно залучати депозити (і вилучати наявні депозити), що робить кредитування дорожчим, скорочує строки погашення кредитів і підвищує ризик дефіциту ліквідності, що теж є недоліком монетарної політики. Сюди теж можна віднести проблему рефінансування комерційних банків. Національний банк повинен запровадити чіткий та сильний контроль за механізмами рефінансування комерційних банків. Оскільки ресурси рефінансування і надалі надаватимуться на корумпованій, непрозорій основі, а комерційним банкам буде дозволено використовувати кредитні ресурси (в тому числі короткострокові) для валютних спекуляцій, будь-яке рефінансування для підтримки економіки чи банківської системи неминуче призведе до нових хвиль девальвації та інфляції, посилюючи тим самим депресивні тенденції в реальному секторі економіки. [38]

Отже, поєднання цих питань та недоліків у реалізації грошово-кредитної політики на існуючому етапі військових дій потребує негайного врегулювання у майбутньому. Оскільки саме монетарна політика, як невід'ємна складова економічної політики держави, має вирішальний вплив на економічні процеси в ринковій економіці. Подолання цих проблем та забезпечення подальшого проведення НБУ ефективної та адекватної грошово-кредитної політики стане важливою передумовою соціально-економічного розвитку України та її відновлення у післявоєнний час.

Отже, опираючись на теоретичну інформацію, проаналізуємо основний показник монетарної політики інфляційного таргетування - індекс споживчих цін.

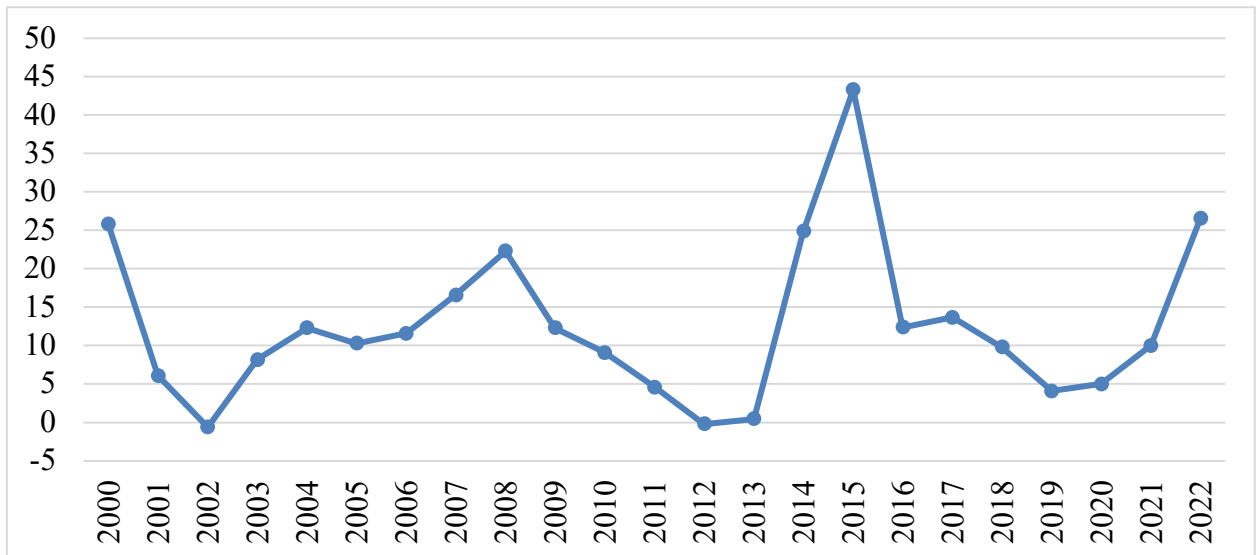


Рис. 3.1 Рівень інфляції України протягом 2000-2022 років, відсотки.

Джерело: складено автором на основі [39]

Отже, опираючись на показники інфляції, можна зробити декілька висновків, починаючи з 2000 до 2002 року було зниження до значення, тенденція зниження прослідковується також у 2008-2012, 2015-2019 роках. Тренд на зростання помітний протягом 2002-2008, 2013-2015 та 2019-2022 роках. Це говорить про те, що на початку криза негативно впливає на монетарну політику, але система підлаштовується під світові тенденції, хоч і негативні.

Додатково слід дослідити показники облікових ставок НБУ.

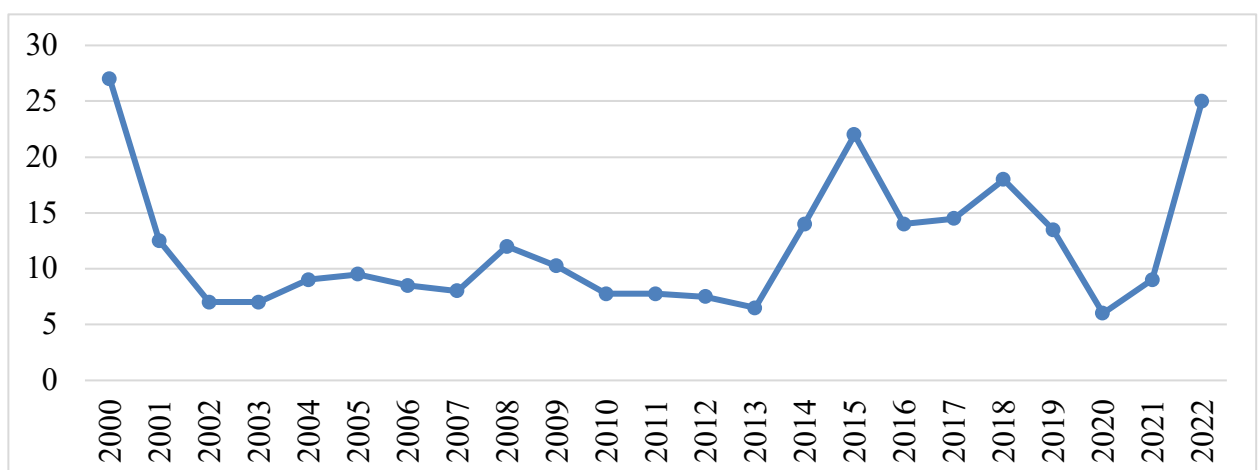


Рис. 3.2 Рівень облікових ставок НБУ протягом 2000-2022 років, відсотки.

Джерело: складено автором на основі [39]

У випадку, коли треба затримати інфляцію на відповідному рівні - НБУ підвищує облікову ставку. Коли облікова ставка підвищується, зростають ставки й за депозитами і кредитами. Відповідно, стає вигідніше заощаджувати в гривні. Зростання облікової ставки найбільше помітно протягом 2007-2008, 2013-2015 та 2020-2022 роках, тобто, саме у періоди нестабільності країни в політичному та економічному плані.

Також важливим показником аналізу монетарної політики є дохідність державних облігацій.

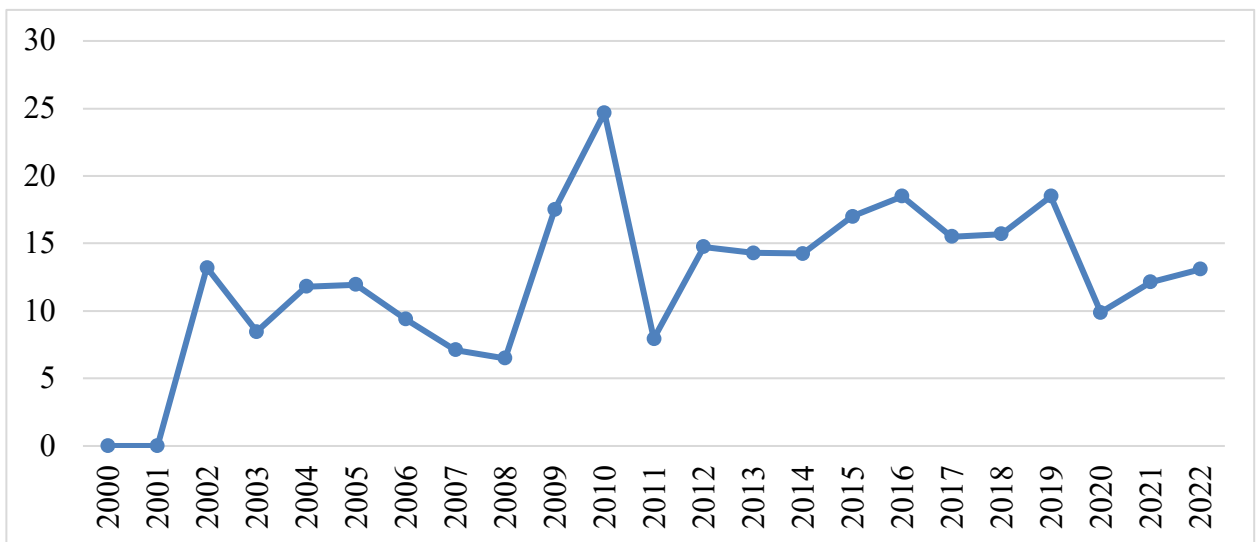


Рис. 3.3 Дохідності державних облігацій України протягом 2000-2022 років, відсотки.

Джерело: складено автором на основі [39]

Аналізуючи ці показники можна зробити декілька висновків. По-перше, протягом усього проаналізованого періоду показники мають доволі нестабільні, хоча наразі присутня тенденція до збільшення. Особливо помітне зниження було проявлено у 2008, 2011 та 2020 роках. Взагалі, криза 2008-2010 років позитивно вплинула на зростання відсотку дохідності. Найбільш помітне зростання було зафіксовано у 2010 році.

3.2 Рекомендації щодо реформ монетарної політики України на прикладі Європейського Центрального Банку та Федеральної Резервної Системи США

З огляду на початок військової агресії, Нацбанк встановив фіксований обмінний курс гривні та запровадив комплекс заходів, спрямованих на обмеження відтоку валютних надходжень. Ці рішення допомогли стабілізувати ринковий обмінний курс, зупинити виведення депозитів з банківської системи та скоротити попит на іноземну валюту.

Утримання обмінного курсу гривні відіграло ключову роль в утриманні інфляції під контролем. Незважаючи на коректування обмінного курсу гривні в липні 2022 року, фіксування його через валютні інтервенції та заходи контролю за рухом капіталу і валютними операціями суттєво обмежило зростання вартості товарів і послуг, зокрема через подорожчання імпортованих складових. Цей показник мав вагомий вплив, стримуючи інфляційні та курсові очікування домогосподарств і бізнесу, а також знижуючи ризики фінансової нестабільності.

Наразі, у монетарної політики України є низка проблем, вирішивши які, країна може досягти стабільності у сфері банкінгу.

По-перше, проблемою в Україні є низька результативність монетарної трансмісії, яка знижує результативність монетарних інструментів, тому важливим фактором підвищення їх ефективності є вдосконалення трансмісійного механізму. Тут гарним прикладом є ЄЦБ, так як стикнувся з такою ж проблемою у 2013-2014 Центральный Банк започаткував використання нетрадиційних інструментів – короткострокових відсоткових ставок. По-друге, присутній значний структурний профіцит ліквідності банківської системи, який є проблемою для ведення монетарної політики. У результаті цього зростають коливання інфляції та і сам індекс збільшується. Тут потрібно звернути увагу на монетарну політику ФРС протягом 2011-2015 років. Рівень інфляції знижувався через збільшення відсоткових ставок – традиційного інструменту монетарної політики. По-третє, фіксований курс

долару з липня 2022 по жовтень 2023 року при високій інфляції зменшував цінову конкурентоспроможність української економіки, така практика мала місце бути під час воєнного стану для збереження внутрішніх економічних процесів, але висока інфляція та імпорт сировини при відсутності стабільного експорту продукції обернувся тим, що з жовтня 2023 року курс нестабільний, має коливання і зростає.

Отже, облікова ставка на рівні 25% на річних обмежує можливості стабілізаційного потенціалу монетарної політики. Номінальні відсоткові ставки зростали повсюдно, але значно меншими темпами, ніж темпи інфляції. Більш виражену реакцію монетарних регуляторів інших країн можна пояснити зусиллями, спрямованими на підтримку кредитного процесу як головного елементу монетарного механізму трансмісії та захисту економіки від необґрунтованих структурних потрясінь - банкрутств, неплатоспроможності та безробіття. Розвиток країни неможливий при надто високій інфляції, але й без економічного зростання країна не може повноцінно функціонувати. Війна та економічна криза посилюють необхідність проведення монетарної політики стабілізації для повернення потенціалу економіки та створення міцного економічного підґрунтя.

ВИСНОВКИ

Отже, проаналізувавши монетарну політику Європейського Центрального Банку, Федеральної Резервної Системи та Національного Банку України можна зробити декілька висновків.

По-перше, було досліджено теоретичні поняття монетарної політики, її характеристики, типи, інструменти. Отже, монетарна політика регулює економіку традиційними та нетрадиційними інструментами для досягнення балансу на внутрішньому ринку, що описується абсолютною економічною зайнятістю та відсутністю інфляції. До традиційних інструментів відноситься регулювання відсоткових ставок, яке характеризується низькими резервними вимогами щодо кредитування та характерно для стимулювання кредитування; операції на відкритому ринку, тобто купівля-продаж цінних паперів банком; та встановлення норм банківського резервування, що означає зниження ставок за надлишковими резервами для стимуляції кредитування. Нетрадиційні методи монетарної політики проявляються у вигляді валютного стимулювання, тобто збільшення валютної маси; рекомендації щодо розвитку, які характеризуються спонукаючі діями банку на розвиток перспективних напрямків; кількісне пом'якшення, що означає збільшення грошової маси при зниженні відсоткових ставок; кредитне пом'якшення, яке характеризується використанням низько ліквідних активів; та від'ємні ставки, тобто спонукування комерційних банків надавати кредити замість того, щоб зберігати свої грошові резерви. Традиційні інструменти монетарної політики в умовах економічної кризи можуть бути неефективними для досягнення поставлених цілей. У таких випадках для прискорення темпів економічного зростання та збільшення попиту можуть бути застосовані нетрадиційні методи монетарної політики.

Було проаналізовано наукові статті на тему використання інструментів монетарної політики центральними банками Єврозони та США. З цього можна зробити такий висновок, що в період кризи 2008 року вплив нетрадиційних інструментів монетарної політики був неоднорідним на ринки цінних паперів

Єврозони. Ключові ринки цінних паперів зазнали сильнішого впливу нетрадиційних заходів, ніж ті, що перебували на периферії і використовували традиційні інструменти. З огляду на ці наслідки, політики намагалися розробити більш ефективні заходи монетарної політики, розраховуючи на те, що інвестори скоригують свої стратегії, щоб підвищити дохідність. Пандемія вплинула на економіку Єврозони таким чином, що зумовила використання нетрадиційної монетарної політики, яка насамперед була спрямована на зменшення короткострокових ризиків, тимчасово відсунувши на другий план занепокоєння щодо фіскальних ризиків, водночас результати показують, що нетрадиційна політика ЄЦБ виявилася ефективною у пом'якшенні суверенних ризиків у всій Євразоні. Проаналізувавши шоки монетарної політики ФРС у світлі різних режимів монетарної політики було виявлено серію коливань монетарної політики США, яка ефективно поєднує періоди традиційної та нетрадиційної політики і фактично позбавлена інформаційного ефекту центрального банку. Результатом статті є підтвердження гіпотези про те, що вплив інформаційного ефекту може призводити до того, що шоки монетарної політики мають трансмісійні ефекти з особливостями, які відрізняються від традиційної теорії, а отже, глобальні тенденції заощаджень та інвестицій матимуть вплив на економіку США.

Провівши дослідження основних інструментів монетарної політики та їх впливу на реформування структури Європейського Центрального Банку було зроблено такі висновки, що основний показник ефективності проведення монетарної політики ЄЦБ – інфляція під час кризи 2008 року показники зазнали зниження, тобто політика була направлена на підтримання економіки більш жорсткими методами, щодо впливу пандемії, то політика загалом була менш жорсткою, громадяни мали більшу купівельну спроможність. Проаналізувавши відсоткові ставки було зроблено висновок, що збільшення попиту на гроші або кредит підніме процентні ставки, тоді як зменшення попиту на кредит зменшить їх. Протягом 2014-2021 років були зафіксовані від'ємні ставки по депозитам, тобто вкладники платили банкові за те, що

тримають у нього свої гроші. Аналізуючи показники РЕПО було зроблено висновок, що під час кризи 2008-2010 років показники впали до найнижчого значення, пандемія також негативно вплинула на показники, які опустились нижче нуля, тобто була необхідність інвестувати більше грошей в ринок та підтримувати економічне зростання. Проаналізувавши показники довгострокових операцій х рефінансування можна зробити висновок, що тенденція надання довгострокових кредитів мала динаміку зростання, під час кризи 2008-2010 років ЄЦБ надавав кредитів, але все ж таки, найбільше зростання було показано у 2022 році, війна в Україні має пряме відношення до цього явища, так як саме через надання довгострокових позик Україні показники і зросли. Додатково було проаналізовано об'єми активів ЄЦБ, отже, щодо кризи 2008 року, то активи зростали через збільшення відсоткових ставок, а у 2022 році було зниження активів через надмірне використання даних активів під час боротьби з пандемією, коли фінансування держав було пріоритетом. Висновком з регресійного та кореляційного аналізу є те, що найбільший вплив на індекс споживчих цін має змінна ставки маржинального кредитування та довгострокові операції з рефінансування, нетрадиційні методів монетарної політики з 2014 року, що призводить до позитивної тенденція зростання інфляції.

Проаналізувавши антикризові реформи монетарної політики Федеральної Резервної Системи США було зроблено такі висновки, що тенденція зниження інфляції у 2008-2010 та 2020 роках пов'язана зі світовими кризами та пандемією. Проаналізувавши облікові ставки та ставки по федеральним фондам можна сказати, що ФРС збільшувала ставку по федеральних фондах до кризи 2008 року і після пандемії, тобто прагнула збільшити вартість короткострокових запозичень по всій економіці, що зменшувало пропозицію кредитів і збільшувало їхню вартість для всіх. Опираючись на показники РЕПО можна сказати, що під час кризи 2008-2010 років показники впали до найнижчого значення, пандемія також вплинула на показники у 2022 році, вони зросли тобто був особливий попит на РЕПО.

Досліджуючи рівень дохідності 10-річних державних облігацій США можна зробити висновок, що протягом усього проаналізованого періоду показники доволі нестабільні, хоча наразі присутня тенденція до зростання. Особливо помітне зниження було проявлено у 2002, 2008 та 2020 роках. Провівши аналіз активів ФРС та темпів їх зростання можна зробити висновок, що при купівлі ФРС фінансових активів, таких як облігації, збільшення попиту на ці фінансові активи призводить до підвищення цін на них. Після кризи 2008 року активи зростали через підвищення відсоткових ставок. У 2022 році відбулося скорочення активів через надмірне використання цих активів під час боротьби з пандемією, коли фінансування урядів було пріоритетом. Щодо регресійного та кореляційного аналізів, то найбільше впливають на індекс споживчих цін короткострокові операції з рефінансування та ставки по федеральним фондам, які мають парадоксально позитивний вплив на інфляцію через ліквідність. На основі отриманих даних можна сказати, що як традиційні, так і нетрадиційні заходи монетарної політики мають вплив на інфляцію.

Провівши порівняльний аналіз особливостей монетарної політики Європейського Центрального Банку та Федеральної Резервної Системи США з Україною було зроблено такі висновки. Інфляція в Україні під час кризи 2008 року знижувалась, тобто знижувалась купівельна спроможність населення, щодо впливу пандемії, то політика загалом була менш жорсткою і купівельна спроможність зростала. Тенденції цього показника співпадають з тенденціями розвитку інфляції в Єврозоні та США. Зростання облікової ставки було найпомітнішим в періоди політичної та економічної нестабільності в країні. Коли облікова ставка зростає, відсоткові ставки за депозитами та кредитами також зростають. Щодо дохідності облігацій, то криза 2008-2010 років позитивно вплинула на зростання відсотку дохідності, як і криза 2020 року.

Додатково було розроблено рекомендації для проведення реформ монетарної політики України на прикладі Європейського Центрального Банку та Федеральної Резервної Системи США. Проблема в Україні полягає в низькій ефективності монетарної трансмісії, що знижує ефективність

монетарних інструментів, тому важливим фактором підвищення їхньої ефективності є вдосконалення монетарного трансмісійного механізму. Також, існує структурний надлишок банківської ліквідності в системі, що є викликом для монетарної політики. Наслідком цього є посилення інфляційних коливань та зростання самого індексу інфляції. Фіксований валютний курс долара з липня 2022 року по жовтень 2023 року при високій інфляції знижував цінову конкуренцію української економіки, що мало місце під час воєнного стану для збереження внутрішніх економічних процесів, але високі темпи інфляції та імпорт сировини за відсутності стабільного експорту продукції призвели до того, що з жовтня 2023 року валютний курс є нестабільним, зі значними коливаннями та зростаючим.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Monetary Policy. An economic policy that manages the size and growth rate of money supply. *Corporate Finance Institute*. URL: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/economics/monetary-policy/> (дата звернення: 01.11.2023).
2. Economics. *Corporate Finance Institute*. URL: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/economics/> (дата звернення: 01.11.2023).
3. Inflation Targeting. The act of influencing the level of prices in an economy through the use of several monetary policy tools. *Corporate Finance Institute*. URL: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/economics/inflation-targeting/> (дата звернення: 01.11.2023).
4. Christopher Evans and Luca Onorante. Conventional and Non-Conventional Monetary Policy: Between Core and Periphery. *European Central Bank*, 2020. URL: https://christoperevans.github.io/Econ/Conventional_Unconventional_Evans_Onorante.pdf (дата звернення: 01.11.2023).
5. Fed Put. The Fed Put is the belief that the US Federal Reserve will step in to rescue the markets if prices fall too much. *Corporate Finance Institute*. URL: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/economics/fed-put/> (дата звернення: 01.11.2023).
6. Монетарна політика. *Національний Банк України*. URL: <https://bank.gov.ua/ua/monetary> (дата звернення: 01.11.2023).
7. What is monetary policy and why is it important? *International Monetary Fund*. URL: <https://www.imf.org/en/About/Factsheets/Sheets/2023/monetary-policy-and-central-banking> (дата звернення: 01.11.2023).
8. Yothin Jinjarak, Rashad Ahmed, Sameer Nair-Desai, Weining Xin, Joshua Aizenman. Pandemic shocks and fiscal-monetary policies in the Eurozone:

- COVID-19 dominance during January–June 2020. *Oxford Economic Papers*, 2021. URL: <https://academic.oup.com/oep/article/73/4/1557/6179527> (дата звернення: 01.11.2023).
9. Christophe Blot, Jérôme Creel, Paul Hubert, Fabien Labondance. The role of ECB monetary policy and financial stress on Eurozone sovereign yields. *Empirical Economics*, 2019. [URL: <https://link.springer.com/article/10.1007/s00181-019-01717-1>] (дата звернення: 01.11.2023).
10. Lucia M. Murgia. The effect of monetary policy shocks on macroeconomic variables: Evidence from the Eurozone. *Economics Letters*, 2020. URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0165176519304070> (дата звернення: 01.11.2023).
11. Nikolaos Petrakis, Christos Lemonakis, Christos Floros, Constantin Zorounidis. Eurozone Stock Market Reaction to Monetary Policy Interventions and Other Covariates. *Multidisciplinary Digital Publishing Institute*, 2022. URL: <https://www.mdpi.com/1911-8074/15/2/56> (дата звернення: 01.11.2023).
12. Maurice Obstfeld. Global Dimensions of U.S. Monetary Policy. *National Bureau of Economic Research*, 2019. URL: <https://www.nber.org/papers/w26039> (дата звернення: 01.11.2023).
13. Chunya Bu, John Rogers, Wenbin Wu. A unified measure of Fed monetary policy shocks. *Journal of Monetary Economics*, 2021. URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0304393220301276> (дата звернення: 01.11.2023).
14. Economic and Monetary Union (EMU). *European Central Bank*. URL: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/history/emu/html/index.en.html> (дата звернення: 03.11.2023).
15. Our Money. *European Central Bank*. URL: <https://www.ecb.europa.eu/euro/intro/html/index.en.html> (дата звернення: 03.11.2023).

16. Monetary policy decisions. *European Central Bank*. URL: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/decisions/html/index.en.html> (дата звернення: 03.11.2023).
17. Open market operations. *European Central Bank*. URL: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/index.en.html> (дата звернення: 03.11.2023).
18. Our price stability objective and the strategy review. *European Central Bank*. URL: <https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/price-stability-objective.en.html> (дата звернення: 03.11.2023).
19. Philipp Hartmann, Frank Smets. The first twenty years of the European Central Bank: monetary policy. *European Central Bank*, 2018. URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2219.en.pdf> (дата звернення: 03.11.2023).
20. Philipp Hartmann, Frank Smets. The first twenty years of the European Central Bank: monetary policy. *European Central Bank*, 2018. URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2219.en.pdf> (дата звернення: 03.11.2023).
21. Annual Report 2022. *European Central Bank*. URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ecb.ar2022~8ae51d163b.en.html> (дата звернення: 03.11.2023).
22. Indices of Consumer Prices – ICP. *European Central Bank*. URL: <https://data.ecb.europa.eu/data/datasets/ICP> (дата звернення: 03.11.2023).
23. Key ECB interest rates. *European Central Bank*. URL: <https://data.ecb.europa.eu/main-figures/ecb-interest-rates-and-exchange-rates/key-ecb-interest-rates> (дата звернення: 03.11.2023).
24. Repos excl. repos with CCPs vis-a-vis euro area Non-MFIs excl. central gov. reported by MFIs, central gov. and POGIs in the euro area (transactions). *European Central Bank*. URL: <https://data.ecb.europa.eu/data/datasets/BSI/BSI.M.U2.Y.V.L24A.A.4.U2.2300.Z01.E> (дата звернення: 03.11.2023).

25. Euro Area 10 Years Government Benchmark Bond – Yield. *European Central Bank*. URL: https://data.ecb.europa.eu/data/datasets/FM/FM.M.U2.EUR.4F.BB.U2_10Y.YLD (дата звернення: 03.11.2023).
26. Longer-term refinancing operations – Eurosystem. *European Central Bank*. URL: <https://data.ecb.europa.eu/data/datasets/ILM/ILM.W.U2.C.A050200.U2.EUR> (дата звернення: 03.11.2023).
27. About the Fed. *Federal Reserve System*. URL: <https://www.federalreserve.gov/aboutthefed.htm> (дата звернення: 07.11.2023).
28. The Fed Explained What the Central Bank Does. *Federal Reserve System*. URL: <https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/files/the-fed-explained.pdf> (дата звернення: 07.11.2023).
29. Vice Chairman Donald L. Kohn. The Federal Reserve's Policy Actions during the Financial Crisis and Lessons for the Future. *Federal Reserve System*, 2010. URL: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/kohn20100513a.htm> (дата звернення: 07.11.2023).
30. Eric Milstein and David Wessel. What did the Fed do in response to the COVID-19 crisis? *Brookings*, 2021. URL: <https://www.brookings.edu/articles/fed-response-to-covid19/> (дата звернення: 07.11.2023).
31. Inflation, consumer prices for the United States. *FRED Economic Data*. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/FPCPITOTLZGUSA> (дата звернення: 07.11.2023).
32. Federal Funds Effective Rate. *FRED Economic Data*. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/FEDFUNDS> (дата звернення: 07.11.2023).
33. Overnight Reverse Repurchase Agreements: Treasury Securities Sold by the Federal Reserve in the Temporary Open Market Operations. *FRED Economic*

- Data.* URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/RRPONTSYD> (дата звернення: 07.11.2023).
34. 10-Year Treasury Constant Maturity Minus 2-Year Treasury Constant Maturity. *FRED Economic Data.* URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/T10Y2Y> (дата звернення: 07.11.2023).
35. Assets: Total Assets: Total Assets (Less Eliminations from Consolidation): Wednesday Level. *FRED Economic Data.* URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/WALCL> (дата звернення: 07.11.2023).
36. Монетарна політика України. *Національний Банк України.* URL: <https://bank.gov.ua/ua/monetary/about>. (дата звернення: 10.11.2023).
37. Sarwat Jahan. Inflation Targeting: Holding the Line. *International Monetary Fund.* URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/basics/72-inflation-targeting.htm> (дата звернення: 10.11.2023).
38. Що НБУ планує робити з курсом та валютними обмеженнями? *Національний Банк України.* URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/scho-nbu-planuye-robiti-z-kursom-ta-valyutnimi-obmejennjami> (дата звернення: 10.11.2023).
39. Статистика фінансового сектору. *Національний Банк України.* URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial> (дата звернення: 10.11.2023).

ДОДАТКИ

Додаток А

Таблиця А.1

Кореляційний аналіз показників інструментів монетарної політики ЄЦБ
протягом 2000-2022 років.

Операції РЕПО	Дохідність 10-ти річних облігацій Єврозони	Довгострокові операції з рефінансування	Ставка маржинального кредитування	Активи Єврозони	
1.0000	-0.1003	0.0504	0.1350	0.0789	Операції РЕПО
	1.0000	-0.4770	0.8510	-0.8230	Дохідність 10-ти річних облігацій Єврозони
		1.0000	-0.4812	0.8326	Довгострокові операції з рефінансування
			1.0000	-0.7877	Ставка маржинального кредитування
				1.0000	Активи Єврозони
		Зміна активів Єврозони	Ставка по депозитам	Індекс споживчих цін	
		-0.2010	0.2605	0.1505	Операції РЕПО
		0.1336	0.7841	0.2044	Дохідність 10-ти річних облігацій Єврозони
		0.1352	-0.3618	0.5846	Довгострокові операції з рефінансування
		0.1889	0.9697	0.3074	Ставка маржинального кредитування
		0.0040	-0.6606	0.1947	Активи Єврозони
		1.0000	0.1983	0.1661	Зміна активів Єврозони
			1.0000	0.3683	Ставка по депозитам
				1.0000	Індекс споживчих цін

Таблиця А.2

Інфляція в країнах Євросони протягом 2000-2022 років, відсотки

2000	2001	2002	2003	2004	2005
2,5	2,1	2,3	2,0	2,3	2,3
2006	2007	2008	2009	2010	2011
1,9	3,1	1,6	0,9	2,2	2,8
2012	2013	2014	2015	2016	2017
2,2	0,8	-0,2	0,3	1,1	1,3
2018	2019	2020	2021	2022	
1,5	1,3	-0,3	5,0	9,2	

Таблиця А.3

Ключові відсоткові ставки ЄЦБ протягом 2000-2022 років, відсотки

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Депозитний рахунок	3,75	2,25	1,75	1,00	1,00	1,25
Маржинальне кредитування	5,75	4,25	3,75	3,00	3,00	3,25
Операції рефінансування	4,75	3,25	2,75	2,00	2,00	2,25
	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Депозитний рахунок	2,50	3,00	2,00	0,25	0,25	0,25
Маржинальне кредитування	4,50	5,00	3,00	1,75	1,75	1,75
Операції рефінансування	3,50	4,00	2,50	1,00	1,00	1,00
	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Депозитний рахунок	0	0	-0,20	-0,30	-0,40	-0,40
Маржинальне кредитування	1,50	0,75	0,30	0,30	0,25	0,25
Операції рефінансування	0,75	0,25	0,05	0,05	0	0
	2018	2019	2020	2021	2022	
Депозитний рахунок	-0,40	-0,50	-0,50	-0,50	2,00	
Маржинальне кредитування	0,25	0,25	0,25	0,25	2,75	
Операції рефінансування	0	0	0	0	2,50	

Таблиця А.4

Об'єми операцій рефінансування, які проводив ЄЦБ протягом 2000-2022 років, млн. євро

2000	2001	2002	2003	2004	2005
4236	10256	-12138	4552	-1761	-8822
2006	2007	2008	2009	2010	2011
7849	6090	14120	-20582	-35562	-7257
2012	2013	2014	2015	2016	2017
1530	4779	4802	-6717	9114	7227
2018	2019	2020	2021	2022	
-1330	-1490	-5523	4591	7338	

Таблиця А.5

Дохідність 10-річних державних облігацій придбаних ЄЦБ протягом 2000-2022 років, відсотки

2000	2001	2002	2003	2004	2005
5,0680	4,9588	4,4065	4,3560	3,6893	3,4090
2006	2007	2008	2009	2010	2011
3,9026	4,3818	3,8881	3,8718	4,0696	4,0932
2012	2013	2014	2015	2016	2017
2,0990	3,3132	1,4475	1,1933	1,2851	0,8786
2018	2019	2020	2021	2022	
1,2121	0,3662	-0,0915	0,2791	3,0002	

Таблиця А.6

Активи ЄЦБ та темпи їх зміни протягом 2000-2022 років, млн. євро та відсотки

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Активи (млн.євро.)	2281889	2185023	2257399	2218254	2331314	2460371
Активи (зміна у %)	13,435	-4,245	3,312	-1,734	5,097	5,536
	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Активи (млн.євро.)	2713890	2846512	3003811	3268778	3452954	3752407
Активи (зміна у %)	10,304	4,887	5,526	8,821	5,634	8,672
	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Активи (млн.євро.)	3898368	4181459	4214978	4469442	4393520	4526241
Активи (зміна у %)	3,890	7,262	0,802	6,037	-1,699	3,021
	2018	2019	2020	2021	2022	
Активи (млн.євро.)	4597008	4787350	4886053	5466073	5638747	
Активи (зміна у %)	1,563	4,141	2,062	11,871	3,159	

Таблиця А.7

Довгострокові операції з рефінансування ЄЦБ протягом 2000-2022 років,
млн. євро.

2000	2001	2002	2003	2004	2005
74996	45000	60000	45000	45000	75000
2006	2007	2008	2009	2010	2011
90017	120000	268487	616924	669297	298217
2012	2013	2014	2015	2016	2017
703894	1035769	583325	473285	469543	556570
2018	2019	2020	2021	2022	
760639	723837	616188	1792574	2201496	

Таблиця А.8

Дані для регресійного та кореляційного аналізу показників ЄЦБ

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Інфляція	2,50	2,10	2,30	2,00	2,30	2,30
Довгострокові операції з рефінансування	4236	10256	-12138	4552	-1761	-8822
Ставки маржинального кредитування	5,75	4,25	3,75	3,00	3,00	3,25
	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Інфляція	1,90	3,10	1,60	0,90	2,20	2,80
Довгострокові операції з рефінансування	7849	6090	14120	-20582	-35562	-7257
Ставки маржинального кредитування	4,50	5,00	3,00	1,75	1,75	1,75
	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Інфляція	2,20	0,80	-0,20	0,30	1,10	1,30
Довгострокові операції з рефінансування	1530	4779	4802	-6717	9114	7227
Ставки маржинального кредитування	1,50	0,75	0,30	0,30	0,25	0,25
	2018	2019	2020	2021	2022	
Інфляція	1,50	1,30	-0,30	5,00	9,20	
Довгострокові операції з рефінансування	-1330	-1490	-5523	4591	7338	
Ставки маржинального кредитування	0,25	0,25	0,25	0,25	2,75	

Додаток Б

Таблиця Б.1

Кореляційний аналіз показників інструментів монетарної політики
ФРС протягом 2000-2022 років.

Операції РЕПО	Ставка по федеральним фондам	Активи	Зміна активів	Облікова ставка	
1.0000	-0.0348	0.6304	-0.0019	-0.2623	Операції РЕПО
	1.0000	-0.5102	-0.3322	0.9090	Ставка по федеральним фондам
		1.0000	0.2404	-0.6221	Активи
			1.0000	-0.3782	Зміна активів
				1.0000	Облікова ставка
	Грошова маса	Дохідність 10-ти річних облігацій США	Резервний банківський кредит	Індекс споживчих цін	
	0.6046	0.0727	0.5198	0.6800	Операції РЕПО
	-0.4410	0.6960	-0.5189	0.3237	Ставка по федеральним фондам
	0.9779	-0.5857	0.9526	0.3154	Активи
	0.1883	-0.0879	0.2390	-0.1261	Зміна активів
	-0.5200	0.5488	-0.5653	0.1355	Облікова ставка
	1.0000	-0.6094	0.9682	0.3464	Грошова маса
		1.0000	-0.6746	0.2018	Дохідність 10-ти річних облігацій США
			1.0000	0.2840	Резервний банківський кредит
				1.0000	Індекс споживчих цін

Таблиця Б.2

Інфляція США протягом 2000-2022 років, відсотки

2000	2001	2002	2003	2004	2005
3,37	2,82	1,58	2,27	2,67	3,39
2006	2007	2008	2009	2010	2011
3,22	2,85	3,83	-0,35	1,64	3,15
2012	2013	2014	2015	2016	2017
2,06	1,46	1,62	0,11	1,26	2,13
2018	2019	2020	2021	2022	
2,44	1,81	1,23	4,69	8,00	

Таблиця Б.3

Облікові ставки та ставки за федеральними фондами ФРС протягом
2000-2022 років, відсотки

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Облікова ставка	5,00	5,52	1,25	2,25	2,00	3,25
Ставка за федеральними фондами	6,24	3,88	1,67	1,13	1,35	3,22
	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Облікова ставка	5,50	6,25	3,50	0,50	0,50	0,75
Ставка за федеральними фондами	4,97	5,02	1,92	0,16	0,18	0,10
	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Облікова ставка	0,75	0,75	0,75	0,75	1,00	1,25
Ставка за федеральними фондами	0,14	0,11	0,09	0,13	0,39	1,00
	2018	2019	2020	2021	2022	
Облікова ставка	2,00	3,00	2,25	0,25	0,25	
Ставка за федеральними фондами	1,83	2,16	0,37	0,08	1,69	

Таблиця Б.4

Короткострокові операції з рефінансування ФРС протягом 2000-2022 років,
млн. дол. США

2000	2001	2002	2003	2004	2005
0	0	0	2500	2500	0
2006	2007	2008	2009	2010	2011
0	5250	25000	225	180	310
2012	2013	2014	2015	2016	2017
100	120	56682	42186	199670	287236
2018	2019	2020	2021	2022	
136967	19481	3100	1	1579526	

Таблиця Б.5

Дохідність 10-річних державних облігацій США протягом 2000-2022 років,
відсотки

2000	2001	2002	2003	2004	2005
5,12	5,07	3,83	4,27	4,24	4,39
2006	2007	2008	2009	2010	2011
4,71	4,04	2,25	3,85	3,3	1,89
2012	2013	2014	2015	2016	2017
1,78	3,04	2,17	2,27	2,45	2,4
2018	2019	2020	2021	2022	
2,69	1,92	0,93	1,52	3,88	

Таблиця Б.6

Активи ФРС та темпи їх зростання протягом 2000-2022 років, млн. дол.

США та відсотки

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Активи (млн.дол.)			719542	730994	755829	815702
Активи (зміна у %)				1,59	3,40	7,92
	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Активи (млн.дол.)	851856	874626	922187	2121439	2235304	2436064
Активи (зміна у %)	4,43	2,67	5,44	130,04	5,37	8,98
	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Активи (млн.дол.)	2917689	2917189	4023640	4499524	4486606	4453101
Активи (зміна у %)	19,77	-0,02	37,93	11,83	-0,29	-0,75
	2018	2019	2020	2021	2022	
Активи (млн.дол.)	4443718	4058378	4173626	7334809	8765721	
Активи (зміна у %)	-0,21	-8,67	2,84	75,74	19,51	

Таблиця Б.7

Дані для регресійного та кореляційного аналізу показників ФРС

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Інфляція	3,37	2,82	1,58	2,27	2,67	3,39
Облікова ставка	5,00	5,52	1,25	2,25	2,00	3,25
Операції рефінансування	0	0	0	2500	2500	0
	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Інфляція	3,22	2,85	3,83	-0,35	1,64	3,15
Облікова ставка	5,50	6,25	3,50	0,50	0,50	0,75
Операції рефінансування	0	5250	25000	225	180	310
	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Інфляція	2,06	1,46	1,62	0,11	1,26	2,13
Облікова ставка	0,75	0,75	0,75	0,75	1,00	1,25
Операції рефінансування	100	120	56682	42186	199670	287236
	2018	2019	2020	2021	2022	
Інфляція	2,00	3,00	2,25	0,25	0,25	
Облікова ставка	-1330	-1490	-5523	4591	7338	
Операції рефінансування	136967	19481	3100	1	1579526	

Додаток В

Таблиця В.1

Інфляція України протягом 2000-2022 років, відсотки

2000	2001	2002	2003	2004	2005
25,8	6,1	-0,6	8,2	12,3	10,3
2006	2007	2008	2009	2010	2011
11,6	16,6	22,3	12,3	9,1	4,6
2012	2013	2014	2015	2016	2017
-0,2	0,5	24,9	43,3	12,4	13,7
2018	2019	2020	2021	2022	
9,8	4,1	5,0	10,0	26,6	

Таблиця В.2

Облікові ставки НБУ протягом 2000-2022 років, відсотки

2000	2001	2002	2003	2004	2005
27,00	12,50	7,00	7,00	9,00	9,50
2006	2007	2008	2009	2010	2011
8,50	8,00	12,00	10,25	7,75	7,75
2012	2013	2014	2015	2016	2017
7,50	6,50	14,00	22,00	14,00	14,50
2018	2019	2020	2021	2022	
18,00	13,50	6,00	9,00	25,00	

Таблиця В.3

Дохідність довгострокових облігацій України протягом 2000-2022
років, відсотки

2000	2001	2002	2003	2004	2005
0,00	0,00	13,20	8,47	11,80	11,94
2006	2007	2008	2009	2010	2011
9,40	7,12	6,50	17,50	24,68	7,94
2012	2013	2014	2015	2016	2017
14,75	14,30	14,25	17,00	18,50	15,50
2018	2019	2020	2021	2022	
15,70	18,50	9,88	12,15	13,09	