

## Д. Г. Хохич

кандидат економічних наук,  
доцент, доцент кафедри  
економічної теорії Київського  
національного економічного  
університету імені Вадима  
Гетьмана, Київ, Україна,  
khokhych.dmytro@kneu.edu.ua  
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0003-3787-939X>

## О. О. Любіч

доктор економічних наук,  
професор, заслужений  
економіст України, віце-  
президент ДННУ "Академія  
фінансового управління",  
Київ, Україна,  
alyubich@ukr.net  
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-9339-4242>

## Г. П. Бортніков

кандидат економічних наук,  
провідний науковий співробітник  
відділу координації бюджетно-  
податкової та грошово-кредитної  
політики НДФІ ДННУ "Академія  
фінансового управління", Київ,  
Україна, gbgood@ukr.net  
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0001-8388-6721>

### ТРАНСМІСІЙНИЙ МЕХАНІЗМ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ В КОНТЕКСТІ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ МАКРОЕКОНОМІЧНОЇ СТАБІЛЬНОСТІ<sup>1</sup>

**Анотація.** *Вступ.* У 2020 р. пандемія COVID-19 швидко охопила практично всі країни, викликала спад в економіці й погіршила монетарну стабільність. За масштабами наслідків цей стрес перевищив наслідки глобальної фінансової кризи. Цілком логічним був перегляд параметрів монетарної політики, включно зі зниженням (або збереженням низьких) облікових ставок, прийняттям операцій довгострокового рефінансування, зменшенням норми обов'язкових резервів. Всі ці заходи мали стимулювати економіку, і потрібно дослідити, наскільки ефективною була трансмісія монетарної політики.

*Проблематика.* Реалізація монетарної політики в умовах пандемії породжує нові наукові дискусії щодо каналів передачі, а також поєднання загального й особливо в розрізі країн.

*Мета* – науково-практична оцінка механізму монетарної трансмісії для досягнення інфляційної цілі та забезпечення сталого економічного зростання національної економіки.

*Методи.* Використано системний аналіз для опису моделей трансмісійного механізму монетарної політики; абстрактно-логічний – для узагальнення та побудови логічних зв'язків між окремими ланками трансмісійного механізму монетарної політики; статистико-економічний – для аналізу впливу монетарної трансмісії на інфляцію в рамках режиму інфляційного таргетування (ІТ).

*Результати.* Під каналами передачі (трансмісії) розуміється ланцюг передачі впливу від ключової (облікової) ставки до наступної ланки монетарної трансмісії. Через свої властивості (системність, узгодженість, мікрообґрунтованість) неокейнсіанська логіка добре узгоджується з основними макроекономічними моделями, що належать до класу структурних (у т. ч. як класичні DSGE, так і напівструктурні моделі). Модель, використовувана Національним банком України (НБУ) для опису

---

<sup>1</sup> Статтю підготовлено в рамках проекту, що виконується за грантової підтримки Національного фонду досліджень України (реєстраційний номер: 2020.01/0546).

трансмисії і побудови середньострокового прогнозу розвитку вітчизняної економіки, також належить до структурних. У неокейнсіанській логіці структурна модель поєднує три найпотужніших канали трансмісії – процентний, валютний і канал очікувань. Імпульс ключової ставки миттєво позначається на ставці 10-денних міжбанківських кредитів, і тому вона є операційною ціллю монетарної політики НБУ. Від ставки міжбанківських кредитів вплив монетарної політики транслюється далі – на ставки на інших сегментах грошового ринку. Зміна процентних ставок діє на прийняття суб'єктами економіки рішень про споживання та інвестиції. Від ринкових процентних ставок і дохідності фінансових активів імпульс монетарної політики поширюється на показники кредитної активності, а також балансові показники компаній та банків. Зміна ключової ставки позначається на цінах та вартості активів на балансах компаній. Від кредитної сфери імпульс плавно переходить до економічної активності та інфляції. Сукупний попит, очікування, валютний курс, витрати виробників реагують на монетарну політику. Остання впливає на очікування і, відповідно, на інфляцію – за рахунок формування “якоря” для її сподіваного рівня в середньостроковому періоді.

*Висновки.* Досягнення цілі за інфляцією за допомогою режиму ІТ є важливою умовою забезпечення макроекономічної стабільності. Перехід НБУ до ІТ був виправданим, що підтверджується перевіреною гіпотезою різкого зниження рівня інфляції та волатильності цін у середньостроковій перспективі. Стабілізація цін відбувалася через канал очікувань. Вчасне реагування на виклики пандемії мало супроводжуватися пом'якшенням монетарної політики в напрямі здешевлення вартості фінансових ресурсів та відновлення довгострокового кредитування економіки. Набутий досвід дав змогу банківській системі вистояти в умовах наступного шоку – повномасштабної російської агресії проти України, використовуючи відпрацьовані підходи. Як показали дослідження, інфляційна ціль  $5\% \pm 1$  в. п., що є оптимальною з точки зору НБУ, не впливає на економічне зростання. Застосування інструменту ключової ставки демонструє запізнилу реакцію ринкових суб'єктів з лагом 9–18 місяців. Основна увага регулятора зосереджується навколо інфляційної цілі, а після її досягнення – на заходах із утримання інфляції в межах запланованого таргету. Розв'язання дилеми між запланованим показником інфляції та підтримкою економічного зростання потребує внесення нормативних змін до законодавчих актів, що регулюють діяльність центрального банку.

**Ключові слова:** трансмісійний механізм, монетарна політика, ключова ставка, центральний банк, пандемія коронавірусу, процентна ставка, інфляційне таргетування.

**Рис. 3. Табл. 3. Літ. 23.**

**Dmytro Khokhych**

Ph. D. (Economics), Associate Professor,  
Kyiv National Economic University named  
after Vadym Hetman, Kyiv, Ukraine,  
khokhych.dmytro@kneu.edu.ua  
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0003-3787-939X>

**Oleksandr Lyubich**

Dr. Sc. (Economics), Professor,  
SESE “The Academy of Financial  
Management”, Kyiv, Ukraine,  
alyubich@ukr.net  
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-9339>

**Gennadiy Bortnikov**

Ph. D. (Economics), SESE  
“The Academy of Financial  
Management”, Kyiv, Ukraine,  
gbgood@ukr.net  
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0001-8388-6721>

**TRANSMISSION MECHANISM OF MONETARY POLICY  
IN THE CONTEXT OF MACROECONOMIC STABILITY**

**Abstract. Introduction.** In 2020, the COVID-19 pandemic quickly spread to almost all countries, causing a downturn in the economy and worsening monetary stability. In terms of the scale of its effects, this stress even exceeded the impact of the global financial crisis. It was quite logical to revise the parameters of monetary policy, including lowering (or keeping low) key policy rates, accepting long-term refinancing operations, and

reducing the required reserve ratio. All of these measures were intended to stimulate the economy, and the recent practice deserves an examination of how effective the transmission of monetary policy has been.

*Problem Statement.* The implementation of monetary policy in the context of the pandemic is giving rise to new academic discussions about transmission channels, as well as the combination of the general and the particular in the context of countries.

The *purpose* is to examine the transmission mechanism of monetary transmission to achieve the inflation target and ensure sustainable economic growth of the national economy.

*Methods.* System analysis was used to describe models of the transmission mechanism of monetary policy; abstract-logical – for summarizing and building logical connections between separate links of the transmission mechanism of monetary policy; statistical and economic – to analyze the impact of monetary transmission on inflation within the framework of the inflation targeting (IT) regime.

*Results.* Transmission channels are defined as the chain of transmission of the impact from the key policy rate (discount rate) to the next link in the monetary transmission chain.

Because of its properties (systematicity, consistency, and microfoundedness), neo-Keynesian logic is well suited to the main macroeconomic models that belong to the class of structural models (including both classical DSGE and semi-structural models). The model used by the National Bank of Ukraine to describe the transmission and build a medium-term forecast of the domestic economy also belongs to the class of structural models. A structural model in the neo-Keynesian logic combines the three most powerful transmission channels – interest rate, exchange rate, and expectations channels. An impulse in the key policy rate is instantly reflected in the 10-day interbank lending rate, and this rate is therefore the NBU's operational target for monetary policy. From the interbank lending rate, the impact of monetary policy is transmitted further to rates in other segments of the money market. Changes in interest rates affect the consumption and investment decisions of economic agents. From market interest rates and financial asset yields, the monetary policy impulse spreads further to lending activity and balance sheet indicators of companies and banks. Changes in the key policy rate affect prices and the value of assets on companies' balance sheets. From the credit sector, the impulse is smoothly transferred to economic activity and inflation. Aggregate demand, expectations, the exchange rate, and producer costs respond to monetary policy. Monetary policy affects expectations and, consequently, inflation by creating an “anchor” for its expected level in the medium term.

*Conclusions.* Achieving the inflation target through the use of the IT regime is an important condition for achieving macroeconomic stability. The NBU's transition to IT was justified, as evidenced by the proven hypothesis of a sharp decline in inflation and price volatility in the medium term. Prices stabilized through the expectations channel. A timely response to the challenges of the pandemic should be accompanied by an easing of monetary policy aimed at reducing the cost of financial resources and restoring long-term lending to the economy. The experience gained enabled the banking system to withstand the next shock – a full-scale Russian aggression against Ukraine, using proven approaches. Studies have shown that the inflation target of  $5\% \pm 1$  p.p., which is optimal from the NBU's point of view, does not affect economic growth. The use of the key policy rate instrument demonstrates a delayed reaction of market participants with a lag of 9-18 months. The regulator focuses on the inflation target and, once it is achieved, on measures to support inflation within the planned target. Resolving the dilemma between the planned inflation rates and maintaining economic growth requires regulatory changes to the laws governing the central bank.

**Keywords:** transmission mechanism, monetary policy, key policy rate, central bank, coronavirus pandemic, interest rate, inflation targeting.

**JEL classification:** E50, G21.

**Вступ.** Однією з основних цілей монетарної політики є забезпечення фінансової стабільності, що насамперед передбачає підтримання стабільності цін у країні. Збереження постійних цін протягом тривалого часу є необхідною передумовою як підвищення суспільного добробуту, так і зростання економіки загалом. Для реалізації поставлених цілей центральні банки використовують монетарний трансмісійний механізм, який передає монетарні імпульси в економіці через інфляційний та процентний канали. Центральні банки (*далі* – ЦБ) провідних країн світу приділяють велику увагу питанню ефективного функціонування монетарного трансмісійного механізму як цілісної системи в напрямі досягнення цільової інфляції. Інфляційне таргетування (*далі* – ІТ) – режим проведення монетарної політики, за якої головною метою центрального банку є досягнення цінової стабільності. Зростання популярності цього режиму останніми десятиліттями можна інтерпретувати як свідчення його ефективності, зокрема в напрямі забезпечення ефективного функціонування трансмісійного механізму, спрямованого на передачу імпульсів від ключової (облікової) ставки до коридора процентних ставок за операціями постійного доступу (кредити овернайт і депозитні сертифікати). Це допомагає підтримувати інфляцію в межах цільового таргету й стійкі темпи економічного зростання.

**Аналіз досліджень і постановка проблеми.** Трансмісійний механізм монетарної політики вітчизняні вчені розглядають як цілісну систему різноманітних каналів (грошовий, валютний, процентний, кредитний) передачі рішень від ЦБ до основних суб'єктів ринку [1–4]. Натомість західна економічна література розглядає його як ланцюг передачі даних від ключової ставки до наступних ланок монетарної трансмісії [5]. Проте окремі аспекти трансмісії від ключової ставки до ринкових процентних ставок та вплив монетарного механізму на інфляцію в рамках режиму інфляційного таргетування, зокрема під час пандемії COVID-19, залишаються поза увагою. Методологію дослідження подій на основі вибірки з 37 країн, що найбільше постраждали від пандемії, а також оцінку дії монетарної трансмісії на фінансові ринки проаналізовано в роботі Сяо Вея та Ліян Хана [6]. Результати аналізу свідчать про те, що поширення коронавірусу істотно послабило передачу імпульсів монетарної політики на фінансові ринки. Такий ефект також спостерігається у постпандемічний період, якщо монетарна політика використовується для стимулювання фінансових ринків. На думку Д. Алуї, раптове поширення COVID-19 збурило всю макроекономічну систему та спростувало очікування учасників фінансового ринку й осіб, котрі приймають рішення. На підставі модельного аналізу автор виявив

вплив кількісного пом'якшення (Quantitative easing, QE) на обмінний курс та кредит у євроні під час спалаху коронавірусу та після нього. Політика QE не справляє очікуваного ефекту на обмінний курс у період пандемії. Результати свідчать про те, що непередбачувана криза COVID-19 порушила та змінила поведінку інвесторів [7]. Дослідники з Банку Індонезії розглядають ефективність трансмісії монетарної політики в країнах з економікою, що розвивається, за пандемії. Вони доходять висновку, що у більшості економік вплив монетарної політики на інфляцію послаблюється через невизначеність, спричинену COVID-19; у кількох економіках з ринками, що розвиваються, трансмісія виявилася ефективною для стабілізації кредитування та виробництва; спалах пандемії спонукав економічних агентів дотримуватися підходу “застереження” або “почекати та поспостерігати” [8]. Пандемія COVID-19 діє на управління монетарною політикою як регулятор сукупного попиту та гарант макроекономічної стабільності. Інший дослідник К. Пінші використовує байєсівську VAR-модель (BVAR) для аналізу впливу шоку невизначеності, спричиненого коронавірусом, на економіку й реакцію монетарної політики. Цей аналіз дає змогу зробити важливі висновки. Ефект невизначеності від COVID-19 завдав безпрецедентного удару по сукупному попиту та економіці. Крім того, він підриває ефективність заходів монетарної політики, спрямованих на пом'якшення падіння сукупного попиту та стримування інфляції під впливом ефекту обмінного курсу [9].

Застосування грошової трансмісії як еталона для визначення механізму трансмісії через інфляційний канал може неоднаково працювати в країнах із різною якістю фінансових інститутів. Так, у країнах із ринками, що розвиваються, слабка інституційна основа різко зменшує роль ключової ставки та процентного каналу в досягненні інфляційної цілі. Крім того, нерозвинутий фінансовий ринок не забезпечує ефективної передачі сигналів від ключової ставки до ринкових процентних ставок. У таких економіках традиційна монетарна трансмісія через останні та ринкові ціни на активи слабка або взагалі відсутня [10]. Натомість у розвинутих країнах трансмісійний механізм монетарної політики працює доволі успішно. Так, Дж. Тейлор розглядає його як процес, через котрий рішення монетарної політики впливають на зміни реального ВВП та інфляції [11]. На його думку, існують різні погляди щодо сутності монетарного механізму. Вони відрізняються тим, яку увагу приділяють питанням грошей, кредитів, процентів, обмінним курсам, цінам активів чи ролі комерційних банків та інших фінансових установ у процесі економічного відтворення. Окремі з цих досліджень було проведено як частину роботи з побудови структурних моделей міжнародних фінансових ринків, висвітлених у праці [12], а також теоретичному огляді [13]. Монетарну структуру тут представлено відповідно до її масштабу, а зміни обмінного курсу відіграють ключову роль у механізмі трансмісії. Інші дослідження, пов'язані з монетарною трансмісією, здійснено вченими, котрі розробляли структурні моделі для оцінки монетарної політики США [14]. Результати цих досліджень не претендують на

розроблення особливої моделі трансмісійного механізму, однак мають низку спільних структурних характеристик, що утворюють загальну основу для обговорення й аналізу. Подібна система є хорошим емпіричним способом оцінки політики або того, чи відбулися зміни в механізмі монетарної трансмісії з часом. Каркас такої системи доволі успішно витримує ряд емпіричних перевірок. Його структура ґрунтується на економічній теорії, а спрощені припущення тісно корелюють з інституційною структурою надзвичайно мобільних та дедалі більш сек'юритизованих глобальних фінансових ринків.

Отже, рівень дослідження монетарної трансмісії у вітчизняній науці значно відстає від зарубіжної, що потребує глибшого аналізу її окремих елементів, зокрема процентного та інфляційного каналів, через які відбувається основний вплив на процеси ціноутворення, побудови квартальних прогнозних моделей для опису трансмісійного механізму (далі – ТМ) монетарної політики, прийняття рішень ЦБ стосовно вибору інструментів досягнення цінової стабільності. Вибір таких інструментів залежить від поточної ситуації в економіці, а також пріоритетності поставлених завдань та їхньої узгодженості з цілями макроекономічної стабільності.

**Метою** статті є науково-практична оцінка механізму монетарної трансмісії для досягнення інфляційної цілі та забезпечення сталого економічного зростання національної економіки.

**Методи дослідження.** Методологічну основу теоретичної частини дослідження становлять концептуальні положення економічної теорії, що пояснюють трансмісійний механізм монетарної політики. Під час дослідження були використані системний аналіз для опису моделей ТМ монетарної політики; абстрактно-логічний для узагальнення та побудови логічних зв'язків між його окремими ланками; статистико-економічний – для аналізу впливу монетарної трансмісії на інфляцію в рамках режиму інфляційного таргетування.

**Результати дослідження.** Досягнення цінової стабільності та економічного зростання в середньостроковій перспективі є головною метою більшості ЦБ світу, що використовують режим ІТ. Така мета чітко прописана в статутах ЦБ, а відхилення від неї потребує письмових пояснень від топ-менеджерів та відповідальності за послаблення макроекономічної стабільності, що було викликано погіршенням цільових показників. Узгодженість таких цілей на рівні комітетів монетарної політики та правління ЦБ потребує розроблення та дотримання системи інструментальних змінних, здатних досягти запланованих показників. Такі інструментальні змінні інтегровано в поняття “трансмісійний механізм”.

Трансмісійний механізм – комплекс економічних взаємозв'язків, завдяки яким рішення ЦБ справляють вплив на економіку. Його всебічне дослідження – доволі складне завдання, причому основна складність полягає в самій конструкції ТМ. З одного боку, це єдина, несуперечлива система з вбудованою внутрішньою логікою, для аналізу якої придатний погляд “з ви-

соти”, тобто на економіку в цілому. З другого боку, згадана система характеризується розгалуженою та складною внутрішньою структурою, кожна ланка котрої доповнює і збагачує картину економіки. Відповідно, потрібний детальніший підхід, що дасть змогу не упустити окремі сюжети загальної картини, допомагаючи зробити аналіз реалістичнішим.

З урахуванням зазначеного при аналізі ТМ у Національному банку України (НБУ) застосовується комплексний підхід. Його центральним елементом є напівструктурна модель, в основу якої покладено неокейнсіанський підхід. Ця модель використовується для побудови прогнозу розвитку вітчизняної економіки на середньострокову перспективу. Модель розв'язує перше з наведених вище завдань – узагальнено описати економіку. Друге завдання – описання деталей функціонування окремих секторів. Воно розв'язується за допомогою сателітних моделей. Їхніми результатами послуговуються, по-перше, для формування загальної картини економіки, а по-друге, для уточнення оцінок та прогнозів напівструктурної моделі. Детальний опис останньої, особливо спектра сателітних моделей, що існують у НБУ, не є метою нашого дослідження. У зв'язку з цим надалі буде висвітлено ключові моменти, що допомагають скласти уявлення про базову логіку аналізу й напівструктурну модель, застосовану для побудови макроекономічного прогнозу на середньострокову перспективу, а також про канали ТМ. Під каналами розуміється ланцюг передачі впливу від ключової (облікової) ставки до наступної ланки монетарної трансмісії. У рамках логіки каналів будується більшість матеріалів про трансмісію зарубіжних ЦБ (наприклад, подібним чином діють Чеський національний банк, Європейський центральний банк, Банк Англії та інші центральні банки). Послідовність передачі імпульсу ключової ставки в рамках базових каналів монетарної трансмісії схематично відображено на рис. 1.

Базовою для теоретичних досліджень ТМ монетарної політики і практики сучасних ЦБ у частині прийняття рішень та їх комунікації є неокейнсіанська логіка. Вона покладена в основу більшості моделей, що описують рівновагу в економіці, та належить до класу структурних та напівструктурних [5].

Згідно з неокейнсіанською концепцією, природа економічного циклу – в коливаннях сукупного попиту. У рамках парадигм, альтернативних неокейнсіанській, економічний цикл має іншу природу. В концепції реального ділового циклу він визначається коливаннями сукупної пропозиції (технологічними шоками<sup>1</sup>), у монетарному аналізі – зміною пропозиції грошей в економіці. Кожна зі згаданих концепцій, безперечно, має переваги та недоліки. Однак порівняно з іншими неокейнсіанська логіка вирізняється найбільш реалістичними передумовами, котрі піддаються верифікації в кон-

---

<sup>1</sup> Під технологічними шоками в межах теорії реального ділового циклу розуміють сукупність чинників, що впливають на динаміку пропозиції (не тільки технологія сама по собі, а й зміни клімату, політичної ситуації, цін на ресурси, оподаткування та ін.).

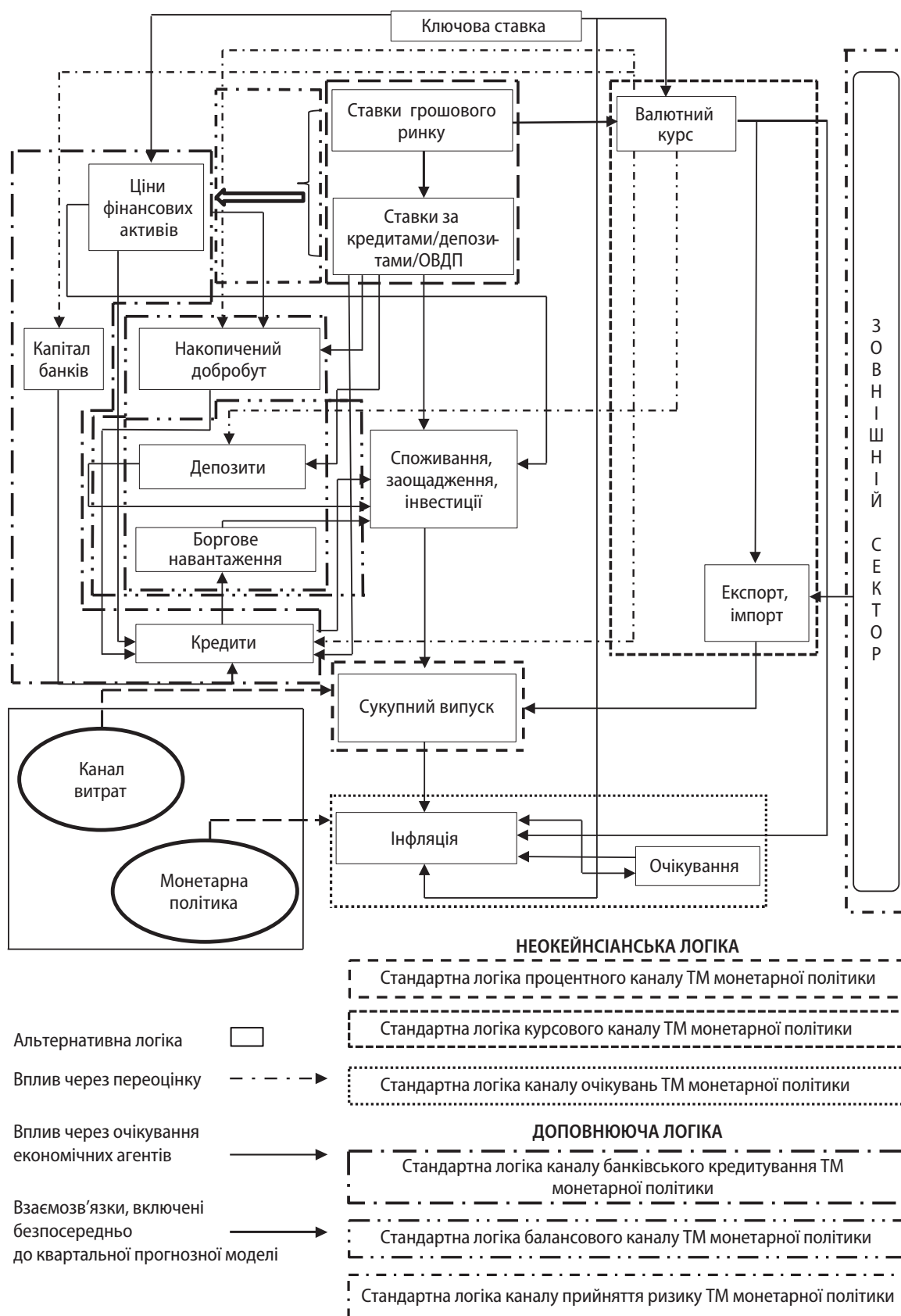


Рис. 1. Трансмісійний механізм монетарної політики

Побудовано авторами.



тексті як факторів циклу, так і можливості та методів регулювання економічних процесів<sup>1</sup>. Основними положеннями неокейнсіанської логіки є:

- 1) системність (економіка – замкнена<sup>2</sup> система);
- 2) досяжність стаціонарного стану (рано чи пізно економіка завжди приходиться до рівноваги);
- 3) узгодженість передумов у просторі та часі (несуперечливість, завдяки котрій у межах однієї моделі можна аналізувати не тільки поведінку різних економічних агентів, а й процеси неоднакової тривалості та частоти: як короткострокові коливання, так і довгостроковий тренд);
- 4) гнучкість очікувань (частина економічних агентів можуть мати адаптивні, а частина – раціональні очікування; структура очікувань змінюється в часі, а також під впливом економічної політики<sup>3</sup>);
- 5) мікрообґрунтованість (динаміка розвитку макроекономіки спирається на закони, за якими живе окремих економічний індивід).

Через свої властивості (системність, узгодженість, мікрообґрунтованість) неокейнсіанська логіка добре узгоджується з основними макроекономічними моделями, що належать до класу структурних (у т. ч. як класичні DSGE, так і напівструктурні моделі). Вони описують економіку в цілому за допомогою системи рівнянь, параметри яких відповідають теоретичним передумовам<sup>4</sup>, надаючи змогу моделювати систему з великою кількістю взаємозв'язків, а також вирізняючись гнучкістю передумов (що важливо, зокрема, для урахування особливостей між країнами). Наріжним каменем у використанні моделей із класу структурних є підхід до визначення їхніх параметрів – за допомогою калібрування чи економетричного оцінювання. Ця проблема вирішується, як правило, комбінуванням методів та перевіркою стійкості результатів.

Модель, використовувана НБУ для опису ТМ монетарної політики і побудови середньострокового прогнозу розвитку вітчизняної економіки, також належить до класу структурних. Її побудовано на кейнсіанській логіці, на кварталній основі (*дали* – квартална прогнозна модель, КПМ), і вона має гнучкіші передумови, ніж класична DSGE-модель, завдяки чому є

---

<sup>1</sup> Наприклад, у рамках монетарного аналізу передбачається, що правило монетарної політики задане раз і назавжди та визначається співвідношенням, що пов'язує темпи приросту грошової маси та темпи економічного зростання (формула Фішера).

<sup>2</sup> Слід наголосити, що замкненість економічної системи аж ніяк не означає, що в неокейнсіанській парадигмі можна розглядати тільки закриту економіку. Замкненість економічної системи вказує на її цілісність. Операції із зовнішнім сектором також є частиною системи, що формують рівновагу в ній, та одним із ланцюгів, котрі дають змогу створити цілісну картину розвитку економіки, тим самим замикаючи систему ключових економічних зв'язків.

<sup>3</sup> Наприклад, політики IT, що передбачає досягнення інфляційної цілі в середньостроковому періоді (три – п'ять років).

<sup>4</sup> Поширений варіант урахування теоретичних передумов – обмеження на коефіцієнти. Наприклад, для опису обсягу сукупного випуску часто використовують виробничу функцію з постійною віддачею від масштабу, тобто таку, в якій сума коефіцієнтів при факторах – капіталу і праці – дорівнює одиниці.

суттєво зручнішим інструментом прогнозування. Модель включає близько 25–30 поведінкових рівнянь, зібраних у замкнену систему. Ці рівняння описують механізми формування ключових макроекономічних змінних – інфляції<sup>1</sup>, рівня ділової активності (сукупного випуску), обмінного курсу, процентних ставок. Основні зв'язки моделі схематично зображено на рис. 1. У поточній версії КПМ її параметри – коефіцієнти і лаги при змінах – задаються з опорою на результати калібрування. “Відправною точкою” при калібруванні параметрів виступають оцінки, базовані на міжнародній практиці побудови структурних моделей, а також експертних оцінках.

Як бачимо зі схеми, КПМ описує функціонування економіки у високо-агрегованому вигляді. Це, однак, не заважає з її допомогою добре описувати економічну панораму з усією розгалуженою мережею її взаємозв'язків. Крім того, для країн із трансформаційною економікою і короткими рядами статистичних даних результативність високої деталізації структурної моделі в принципі є суперечливою. Для уточнення й доповнення результатів КПМ, а також параметрів її калібрування, існує широкий спектр сателітних моделей та модельних комплексів для опису кожного з каналів трансмісійного механізму. Під сателітними розуміють, як правило, економетричні моделі, що описують окремі сектори економіки та найчастіше використовують значно більш деталізовані дані, ніж напівструктурна модель. Вони можуть мати і теоретичну основу (наприклад, модель виробничої функції), і здебільшого – емпіричний характер. Сателітні моделі допомагають глибоко аналізувати економіку, концентруватися на деталях.

Традиційна неокейнсіанська логіка й більшість структурних моделей описують механізми передачі впливу від динаміки фінансових змінних – ставок і валютного курсу – до динаміки сукупного випуску та інфляції. Структурна модель у неокейнсіанській логіці поєднує три найпотужніші канали трансмісії – процентний, курсовий і канал очікувань. При цьому незалежно від того, який із каналів розглядати, зростання (зниження) ключової ставки завжди призводить до звуження (розширення) сукупного попиту та сповільнення (прискорення) інфляції. Фінансовий сектор сам по собі зазвичай залишається поза межами традиційної структурної моделі. Введення фінансового сектору є одним із розвинутих напрямів її модифікації [5].

Перша ланка процентного каналу – передача сигналу від ставки монетарної політики (ключової ставки) до ринкових ставок. У межах досліджень ТМ монетарної політики НБУ здійснює аналіз великої кількості показників процентних ставок: на різних сегментах грошового ринку, на ринку облігацій, за банківськими операціями (рис. 2).

---

<sup>1</sup> У межах КПМ передбачено окремі рівняння для інфляції продовольчих, непродовольчих товарів і послуг без урахування ЖКГ (динаміка цін на послуги ЖКГ задається на основі цільових параметрів уряду) з тим, щоб урахувати всі фактори, що впливають на ціни різних товарних груп.

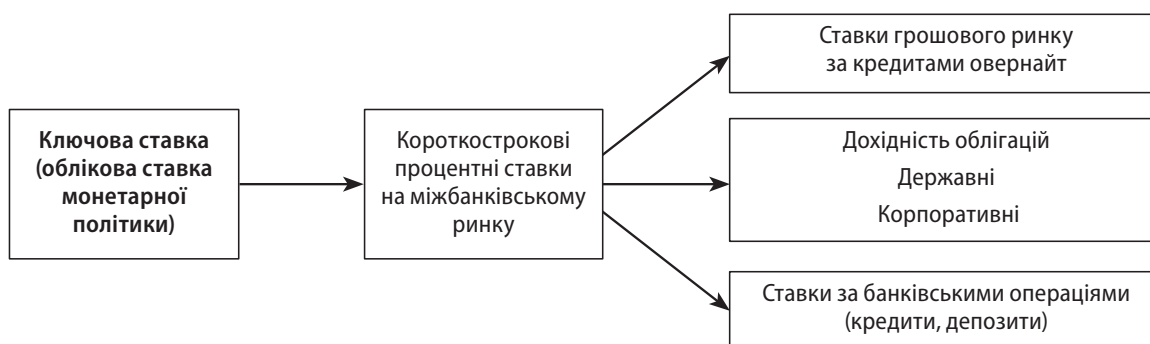


Рис. 2. Трансмісія від ключової ставки до ринкових процентних ставок

Побудовано авторами.

Як бачимо, першою ланкою монетарної трансмісії є вплив зміни ключової ставки на короткострокові ставки міжбанківського ринку. Встановленням ключової ставки ЦБ дає сигнал іншим учасникам ринку, щодо бажаності рівня міжбанківських ставок. Для того щоб ставки на ринку були близькими до ключової ставки, ЦБ прив'язує свої операції до рівня цієї ставки. Зокрема, за ключовою ставкою проводяться основні операції НБУ з регулювання ліквідності банків, які найбільше впливають на вартість ресурсів на міжбанківському ринку.

Така логіка монетарної трансмісії описує взаємозв'язок між короткостроковими ставками на міжбанківському ринку та ставками банків за кредитами та депозитами. Зміни процентних ставок банків впливають на рішення домогосподарств та бізнесу щодо вибору між споживанням та інвестиціями, з одного боку, та заощадженнями – з другого.

За оцінками, імпульс ключової ставки миттєво та повністю позначається на ставці овернайт міжбанківських кредитів, і тому саме вона є операційною ціллю монетарної політики НБУ. Від ставки міжбанківських кредитів вплив монетарної політики транслюється далі – на ставки на інших сегментах грошового ринку (на ставки різних сегментів грошового ринку терміном більше від одного дня, на дохідність ОВДП, корпоративних облігацій та інших фінансових активів, ставок за кредитами/депозитами). Ставки грошового ринку терміном більш як один день<sup>1</sup> реагують на зміну ставки LIBOR<sup>2</sup> протягом двох тижнів, дохідності ОВДП – протягом першого місяця. Підлаштування дохідності корпоративних облігацій до нового рівня ставки LIBOR займає близько двох місяців. Поступовий відхід від індикато-

<sup>1</sup> Масштаб реакції в указаному інтервалі залежить від строковості операцій та сегмента грошового ринку.

<sup>2</sup> Після 31 грудня 2021 р. було припинено публікацію більшості коригувань індикаторів процентної ставки LIBOR у зв'язку з втратою репрезентативності та глобальним поступовим відходом від використання індикаторів, базованих на заявлених даних. Відповідно до повідомлення адміністратора LIBOR ICE Benchmark Administration Limited (IBA) припинення публікації LIBOR у доларі США овернайт та за строками 1, 3, 6 та 12 місяців заплановано після 30 червня 2023 р.

ра LIBOR передбачає перехід на нові референтні індикатори після 31 грудня 2021 р.<sup>1</sup> (табл. 1).

Таблиця 1. Еталонні процентні ставки в резервних валютах

Валюта	Найменування ставки	Основа для розрахунку	Адміністратор
Долар США	SOFR (Secured Overnight Financial Rate)	Ставка за тристороннім РЕПО з широким пулом забезпечення та двостороннього РЕПО з державними цінними паперами	Федеральний резервний банк Нью-Йорка
Фунт стерлінгів	SONIA (Sterling Overnight Index Average)	Фактична ставка за операціями на грошовому ринку	Банк Англії
Японська єна	TONAR (Tokyo Overnight Average Rate)	Фактична ставка за операціями на міжбанківському ринку	Банк Японії
Євро	€STR (Euro Short-Term Rate)	Фактична ставка за операціями на грошовому ринку	Європейський центральний банк
Швейцарський франк	SARON (Swiss Average Rate Overnight)	Гібридна ставка РЕПО із пулом забезпечення	SIX Group

Складено за: [15].

Існує зв'язок між ставками овернайт та ставками за банківськими операціями. Однак, за оцінками, він нестійкий і може змінювати свій характер у періоди високої волатильності на грошовому ринку [16]. Стійкіші результати порівняно зі ставками овернайт показують операції свопу процентної ставки. НБУ щодня розраховує справедливу вартість операцій свопу процентної ставки, використовуючи модель оцінки свопу процентної ставки на індекс овернайт. Через більшу строковість вони містять інформацію не тільки про поточну, а й про очікувану динаміку показників фінансового сектору. Таким чином, операції свопу процентної ставки дають змогу точніше описати динаміку ставок за банківськими операціями, особливо у періоди стійкого зростання (зниження) ставок грошового ринку. За оцінками НБУ, зміна свопу процентної ставки на 1 в. п. призводить до зміни ставки за довгостроковими кредитами на 0,6–0,8 в. п. протягом трьох – чотирьох місяців. Причому останніми роками реакція банків на динаміку короткострокових ставок стає швидшою та стійкішою, ніж раніше, що свідчить на користь зростання ефективності трансмісії на ставки за банківськими операціями (табл. 2).

<sup>1</sup> Випадки спроб маніпуляцій індикаторами, що базуються на заявлених даних (на противагу тим, що базуються на фактичних угодах), а також значне скорочення ліквідності ринку, який вони відображають, підірвало довіру учасників ринку до індикаторів IBOR (LIBOR, EURIBOR, та ін.) і мотивувало регуляторів фінансових ринків ініціювати відхід від використання цих індикаторів. Зокрема, у 2014 р. Рада з фінансової стабільності (FSB) опублікувала документ “Реформування головних індикаторів (бенчмарків) процентної ставки”, який заклав фундамент для подальших кроків у цьому процесі.

Таблиця 2. Інформація стосовно справедливої вартості операцій своєї процентної ставки у період спалаху пандемії

Дата проведення аукціону	Остання дата розрахунку платежів	Розмір фіксованої процентної ставки, %	Поточне розрахункове значення плаваючої процентної ставки, %	Справедлива вартість з позиції НБУ на 1 млн грн умовної суми, грн
15.10.2020	12.10.2023	6,5	18,66	-28 729,7601047
11.11.2020	05.11.2024	6,81	18,01	-126 130,9208103
16.12.2020	09.12.2025	7,5	16,81	-208 166,0861015
27.01.2021	24.01.2024	7,15	18,19	-48 842,9280214
24.02.2021	20.02.2025	7,75	17,88	-139 809,2061448
24.03.2021	18.03.2026	8,0	19,18	-245 499,4616205
21.04.2021	17.04.2024	8,0	18,46	-67 717,7334561
26.05.2021	21.05.2025	8,0	17,88	-158 895,1524355
23.06.2021	18.06.2026	9,21	19,18	-234 273,6460334
28.07.2021	25.07.2024	9,04	18,19	-80 815,2379222

Складено за даними офіційного сайту Національного банку України (<https://www.bank.gov.ua>).

Платниками фіксованої процентної ставки є комерційні банки, платником плаваючої процентної ставки – НБУ.

Очікувана динаміка ставок поряд із поточною динамікою відіграє важливу роль у ціноутворенні на фінансовому ринку. Вона формується під впливом багатьох чинників, у т. ч. залежить від оцінки учасниками перспектив розвитку економіки й фінансового ринку, політики ЦБ. Зміна процентних ставок діє на прийняття суб'єктами економіки рішень про споживання та інвестиції. Внаслідок зростання (зниження) процентних ставок збільшується (скорочується) привабливість формування заощаджень шляхом розміщення депозитів або інших фінансових вкладень. Підвищення схильності до заощадження, в свою чергу, справляє стримуючий ефект на споживання. Потужність такого взаємозв'язку можна аналізувати емпірично, використовуючи прямі оцінки впливу процентних ставок на динаміку окремих компонентів ВВП. Наявність вагомого прямого зв'язку між короткостроковими ставками міжбанківських кредитів та зміною компонентів сукупного попиту – валового накопичення основного капіталу та кінцевого

споживання домогосподарств – підтверджується економетричними дослідженнями провідних ЦБ світу. Згідно з їхніми оцінками, навіть короткостроковий<sup>1</sup> імпульс процентної ставки впливатиме на компоненти сукупного попиту протягом наступних кварталів.

У межах каналу валютного курсу процентні ставки справляють істотний вплив на його траєкторію, зумовлену дією фундаментальних чинників. Як останні можна виокремити: диференціал зовнішніх і внутрішніх процентних ставок, сальдо торговельного балансу, рівень продуктивності в різних секторах економіки.

Далі вплив монетарної трансмісії на інфляцію та економічну активність відбувається двома шляхами. Перший – безпосередньо від курсу до інфляції через ціни імпортованих товарів і послуг. Другий – від курсу до випуску через чистий експорт, а потім вже від випуску – до інфляції. Детально зупинимося на проблемі оцінки впливу валютного курсу на економічну активність. Питання про напрям цього впливу на економічне зростання дотепер залишається дискусійним. Послаблення національної валюти (наприклад, унаслідок посилення монетарної політики) спричиняє зростання вартості імпорту, зниження його відносної привабливості для споживача, а також підвищення цінової конкурентоспроможності національної продукції на зовнішніх ринках. Це позитивно впливає на чистий експорт і підтримує сукупний випуск. Водночас низка досліджень свідчить про наявність протилежного зв'язку. Через обмеження можливостей доступу виробників до імпортової сировини, комплектуючих виробів і технологій, а також значну переоцінку зовнішнього боргу приватного сектору та погіршення його настроїв послаблення національної валюти може стримувати економічну активність. Однак перший – позитивний – ефект послаблення курсу на економіку переважає в рамках неокейнсіанської логіки та підтверджується окремими емпіричними дослідженнями [11; 12]. Оцінка впливу курсу на випуск за галузями економіки дає змогу виявити помітний позитивний зв'язок між послабленням валютного курсу та зростанням випуску в галузях, орієнтованих на експорт насамперед природних ресурсів та продукції металургійної промисловості.

Більш розгорнуте уявлення фінансового сектору враховується в межах кредитного та балансового каналів ТМ монетарної політики, а також каналу прийняття ризику. Вони допомагають прояснити взаємозв'язки й поведінкові реакції економічних агентів за рахунок уваги до додаткових показників фінансової сфери (у т. ч. обсягів кредитування, балансових змінних, цінових показників фінансового ринку). Зокрема, за їхньою допомогою можна уточнювати оцінку швидкості й характеру проходження сигналу монетарної політики через фінансовий сектор, а також виявляти додаткові чинники, котрі впливають на трансмісію (наприклад, регуляторні зміни, поведінкові аспекти).

---

<sup>1</sup> Під короткостроковим тут мається на увазі такий імпульс, після котрого ставка повертається до свого попереднього значення вже в наступному періоді.

Важливо підкреслити, що дія наведених каналів відповідає неокейнсіанській логіці. Стимулювання монетарної політики транслюється у посилення кредитних умов у цілому, скорочення кредитування, звуження інвестицій, попиту, сукупного випуску та інфляції. Саме тому їх аналіз допомагає не просто долучити фінансовий сектор до базової логіки як дещо стороннє, а навпаки – вбудувати фінансовий сектор у неокейнсіанську логіку. Оскільки традиційна неокейнсіанська логіка існує у світі реальних показників, вбудовування в неї фінансового сектору допомагає пояснити суперечності, що виникають інколи в роботі ТМ.

Отже, від ринкових процентних ставок і доходності фінансових активів імпульс монетарної політики поширюється на показники кредитної активності, а також балансові показники компаній та банків. Унаслідок зростання ринкових процентних ставок кредитні ресурси для фірм стають менш привабливими, що дестимулює попит на нові позики, а також призводить до погіршення умов фінансування за наявними кредитами (через зниження вартості активів на балансах, котрі виступають забезпеченням за кредитами).

Оцінка окремих ланок трансмісії в рамках фінансового сектору підтвердила їхню дієвість. Далі наведено результати аналізу впливу ринкових процентних ставок на активність кредитування та балансові показники.

На етапі дослідження зв'язку “ставка – обсяг кредитування” підтверджується наявність стійкої негативної залежності кредитної активності в економіці від процентних ставок. Використання моделей передбачає врахування в ролі чинників динаміки кредиту не тільки процентних ставок, а й інших якісних і кількісних параметрів грошово-кредитних умов (термін кредитування, співвідношення суми кредиту та доходу, валюти кредитування). Також береться до уваги нелінійний характер зв'язку ставок і кредиту та включаються похідні індикатори боргового навантаження (відношення кредиту до ВВП, коефіцієнт обслуговування боргу<sup>1</sup>).

Відповідно до базової логіки другого з наведених каналів ТМ монетарної політики, балансового, зміна ключової ставки впливає на ціни та вартість активів на балансах компаній. У випадку зниження ключової ставки зростає ринкова вартість фінансових активів. Вона визначається збільшенням доступності кредитних ресурсів для фінансування купівлі активів та зниженням привабливості альтернативних вкладень (на грошовому ринку, в депозити). Оскільки фінансові активи, що перебувають на балансі компаній, зокрема виступають для них забезпеченням за кредитами, зростання їхньої вартості сприяє покращанню умов фінансування, а отже, підвищенню кредитної активності. У разі підвищення ключової ставки – ситуація дзеркальна. Дієвість балансового каналу підтверджено на підставі аналізу балансових даних широкої вибірки компаній реального сектору.

Від кредитної сфери імпульс плавно переходить до економічної активності й інфляції. Розширення доступу до кредиту означає надходження до

---

<sup>1</sup> Коефіцієнт обслуговування боргу визначається як відношення потоку платежів за накопиченим боргом до величини поточних доходів.

даткових коштів для фінансування попиту (споживчого та інвестиційного) тих домогосподарств і фірм, котрі сьогодні бажають споживати в рахунок майбутніх доходів. Причому для задоволення нових потреб та ідей мають значення не тільки процентні ставки, а й нецінові умови кредитування. Саме тому аналіз впливу кількісних показників кредитування на економічну активність має самостійну цінність.

Численні економетричні дослідження [10–14] підтверджують дієвість механізму передачі імпульсу від процентних ставок до показників кредитної активності, а потім до економічного зростання та інфляції. За модельними оцінками з урахуванням кредитних показників, збільшення кредитної активності сприяє економічному зростанню лише в короткостроковому періоді. Тоді як у середньостроковій перспективі проявляється проінфляційний ефект, а вплив на зростання нівелюється. Причому стрімке посилення боргового навантаження (наприклад, через зміну процентних ставок і зовнішніх умов кредитування) у короткотерміновій перспективі справляє невеликий стримуючий вплив на економічну активність та має слабкий проінфляційний ефект.

Фінальним етапом описаних каналів є передача впливу від усієї сукупності змін в економіці, що виникають під дією монетарної політики, на інфляцію – основний цільовий показник режиму інфляційного таргетування. До чинників інфляції у рамках аналізу ТМ монетарної політики належать: 1) сукупний попит (економічна активність); 2) очікування; 3) валютний курс; 4) витрати виробників. Саме вони реагують на монетарну політику, а тому безпосередньо беруть участь у роботі ТМ.

Первинним чинником формування цін на ринку товарів та послуг є динаміка попиту. Перевищення ним рівня, очікуваного в нормальних умовах, викликає тиск на ціни. На фоні швидкого зростання попиту прискорення інфляції виникає як за рахунок підвищення цін на ресурси (у т. ч. – праці) при зростанні завантаження виробничих потужностей, так і за рахунок збільшення цінової націнки у вартості кінцевого продукту внаслідок зниження конкуренції за споживача.

Другий важливий чинник інфляції – інфляційні очікування, котрі можуть мати як адаптивний, так і раціональний характер. Монетарна політика позначається на очікуваннях і, відповідно, на інфляції за рахунок формування “якоря” для її сподіваного рівня в середньостроковому періоді. Пряма кількісна оцінка впливу очікувань на фактичний рівень інфляції непроста. Однак непрямі оцінки підтверджують дієвість цього каналу ТМ монетарної політики.

Вплив курсових коливань на інфляцію відбувається двома шляхами. Перший – безпосередньо від курсу до інфляції через ціни імпортованих товарів і послуг (ефект переносу). Другий – опосередковано від курсу до випуску через чистий експорт, а потім уже від випуску до інфляції. В обох випадках послаблення національної валюти транслюється у підвищення інфляції, зміцнення курсу – в уповільнення інфляції.

Чималий позитивний досвід практичного застосування ТМ монетарної політики накопичено у Великобританії, Німеччині, Новій Зеландії, США,



Австралії, Чехії, Польщі та інших країнах. Так, за допомогою механізму ІТ, Банк Англії підтримує стабільність, цілісність і вартість грошей, гарантує стабільність фінансової системи. Мета його монетарної політики – гарантування цінової стабільності та підтримка економічних цілей уряду, зокрема, зростання економіки та рівня зайнятості [17, с. 12]. Роль і функції трансмісійного механізму Бундесбанку визначено у законі: “Бундесбанк як центральний банк Федеративної Республіки Німеччина є складовою Європейської системи центральних банків. Він бере участь у цій системі, забезпечує цінову стабільність євро та здійснює платежі в країні та за її межами. Бундесбанк як центральний банк проводить спільну монетарну політику ЄСЦБ у Німеччині”. Бундесбанк Німеччини повинен сприяти проведенню загальної економічної політики федерального уряду та стабільності валюти [18, с. 60]. У Франції центральною ланкою фінансової системи є Банк Франції, котрий створює сприятливі умови для її функціонування, забезпечуючи незмінність цін, грошей і гарантуючи надійність банківського сектору [19, с. 151]. Основна мета Національного банку Польщі, згідно зі ст. 3 Закону про Національний банк Польщі, полягає у збереженні стабільного рівня цін і одночасній підтримці економічної політики уряду. Для її досягнення він сприяє дотриманню стабільності банківської системи, а також стійкості грошової одиниці [20, с. 352]. Згідно зі ст. 227 Конституції Польщі, Національний банк має виключне право емісії грошей, встановлення і реалізації грошової політики [21].

У стратегії монетарної політики Національного банку України на 2021 рік від 10.09.2020 зазначається, що пріоритетом ЦБ є досягнення та підтримка цінової стабільності в державі [22]. Згідно зі ст. 1 Закону України “Про Національний банк України”, цінова стабільність – збереження купівельної спроможності національної валюти шляхом підтримання в середньостроковій перспективі (від трьох до п’яти років) низьких, стабільних темпів інфляції, що вимірюються індексом споживчих цін (ІСЦ) [23]. За Стратегією монетарної політики НБУ підтримує інфляційну ціль у межах визначеного коридора для досягнення стійких темпів економічного зростання за умови, що це не перешкоджає досягненню цілі щодо цінової стабільності. На думку НБУ, закореність інфляційних очікувань на рівні цільового показника сприятиме економічному зростанню у середньостроковій перспективі [22]. Ставлячи за ціль монетарної політики досягнення низького рівня інфляції, НБУ намагається встановити потенційний канал впливу ІТ на рівень інфляції. На думку регулятора, це може бути перехід до жорсткого режиму ІТ, що знижує рівень волатильності цін у середньостроковій перспективі (табл. 3).

Як бачимо, перехід до режиму ІТ позитивно відобразився на динаміці середнього значення ІСЦ країн, котрі використовують цей режим. В усіх випадках при оцінюванні впливу ІТ на рівень ІСЦ у країнах, що розвиваються, підтверджується гіпотеза про істотне зниження рівня інфляції та волатильності цін у разі його застосування.

Таблиця 3. Середні значення ІСЦ у країнах світу  
(за п'ять років до/після запровадження ІТ)

Країна	Середній показник ІСЦ до запровадження ІТ	Середній показник ІСЦ після запровадження ІТ
Філіппіни	6,6	4,4
Ізраїль	11,3	4,4
Чехія	8,7	4,6
Перу	5,0	1,9
Угорщина	12,3	4,8
Південна Корея	5,0	3,5
Бразилія	19,3	8,7
Чилі	7,7	3,2
Таїланд	5,1	1,7
Польща	21,3	5,1
Колумбія	20,3	8,3
ПАР	7,4	5,5
Мексика	19,4	4,9
<b>Україна</b>	<b>16,2</b>	<b>8,5</b>

Розраховано та складено за даними офіційних сайтів ЦБ.

Згідно з прийнятими положеннями режиму ІТ в Україні збереження цільового рівня інфляції на рівні ( $5 \pm 1$  %) у 2019–2022 рр. мало продемонструвати стабільні темпи економічного зростання 4 % [22]. Утім, цільова інфляція, що є оптимальною з точки зору НБУ, навпаки, забезпечувала не максимальне зростання реального ВВП, а мінімальне, що наближалось до нуля (рис. 3).

Як бачимо, обернено-пропорційна залежність реального ВВП від ІСЦ починає проявлятися при рівнях, коли останній перевищує 5 %. Якщо ІСЦ був меншим за цільовий рівень, напрям взаємозв'язку змінювався на проти-

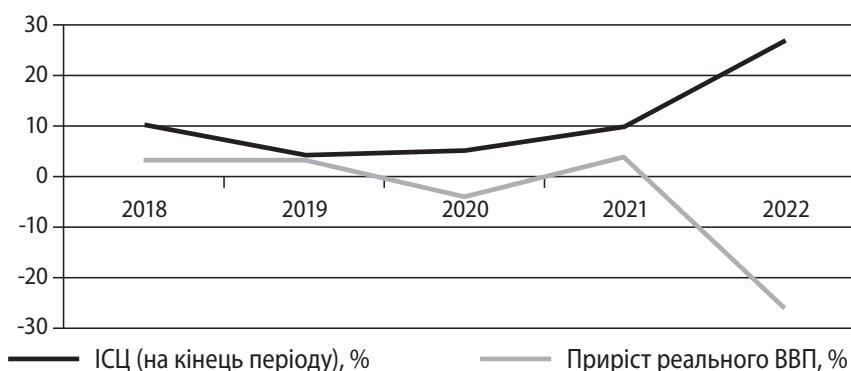


Рис. 3. Динаміка індексу споживчих цін (ІСЦ) та річних приростів реального ВВП в Україні у 2018–2022 рр.

Побудовано за даними офіційного сайту Національного банку України (<https://www.bank.gov.ua>).

лежний: чим меншою була інфляція, тим нижчим був приріст реального ВВП. Отже, утримання інфляції на цільовому рівні ( $5 \pm 1\%$ ) блокує економічне зростання (у 2020 р. за інфляції 5 % падіння реального ВВП дорівнювало 4 %). Відповідно, гонитва за низькою інфляцією шкодить економічному зростанню в середньостроковій перспективі. Монетарна політика НБУ у 2019–2022 рр. категорично відстоювала жорсткий режим ІТ, що негативно впливало на економічне зростання, створювало дисбаланси в банківській системі у вигляді її структурного профіциту.

Нарешті, четвертий чинник, що помітно діє на інфляцію, – витрати виробників. Дослідження його впливу набуло розвитку в рамках так званого каналу витрат. Оскільки він містить мікрообґрунтування, що суперечить висновкам класичної неокейнсіанської логіки в частині впливу ключової ставки монетарної політики на інфляцію, в аналізі ТМ монетарної політики до каналу витрат нерідко апелюють дослідники. У рамках каналу витрат передбачається, що підвищення процентних ставок в економіці позначається насамперед на витратах виробників (завдяки витратам на обслуговування залучених коштів), змушуючи їх одночасно зменшувати випуск та підвищувати ціни. Суперечливі результати, наведені в літературі, спричинені частково одностороннім характером аналізу цього каналу, оскільки в його межах розглядаються короткострокові взаємозв'язки та не враховується ефект посилення умов кредитування (як через кредит, так і через формування зарплат та зміни рівня зайнятості) на споживчий попит і інфляцію [16]. Урахування згаданих факторів дає змогу доповнити логіку до цілого, у результаті чого отримані висновки перестають бути суперечливими.

**Висновки.** В умовах пандемії COVID-19 шоки макроекономічної нестабільності послабили передачу імпульсів монетарної політики на фінансові ринки. Монетарна політика кількісного пом'якшення (QE) не справила очікуваного ефекту на обмінний курс. Це призвело до зміни в поведінці як інвесторів, так і приватного бізнесу. Ефективність трансмісії монетарної політики в країнах із ринками, що розвиваються, послаблюється через невизначеність, спричинену коронавірусом. Проте в окремих таких економіках монетарна трансмісія виявилася ефективною для стабілізації кредиту й виробництва. Спалах пандемії COVID-19 спонукав економічних агентів дотримуватися режиму “очікування”, озираючись на “застереження” для уникнення впливу негативних сценаріїв на господарську діяльність.

Досягнення цілі за інфляцією як складової монетарної трансмісії є важливою умовою гарантування макроекономічної стабільності. Перехід НБУ до ІТ був виправданим, що підтверджується перевіреною гіпотезою різкого зниження рівня інфляції та волатильності цін у середньостроковій перспективі. Стабілізація цін відбувалася через канал очікувань, завдяки чому НБУ досягнув запланованих показників інфляції. Згодом поступове нагромадження структурних дисбалансів та надмірної ліквідності в банківській системі через COVID-19 призвело до жвавої дискусії стосовно основної ідеї жорсткого ІТ у науковій спільноті та банківському середовищі, що прямо

суперечило ефекту гнучкого курсоутворення на тлі зростання боргового навантаження в разі кризи. Вчасне реагування на виклики пандемії мало супроводжуватися пом'якшенням монетарної політики в напрямі здешевлення вартості фінансових ресурсів та відновлення довгострокового кредитування економіки. Завдяки зниженню ключової ставки в червні 2020 р. до найнижчого в історії рівня – 6 % вартість кредитів досягла історичного мінімуму, проте не стала двигуном економічного зростання.

Дослідження та постійний моніторинг ефективності ТМ монетарної політики загалом та окремих його каналів є важливим завданням та запорукою успіху вітчизняної монетарної політики. Для України на сьогодні це особливо актуально, оскільки після достатньо тривалого та непростого періоду дезінфляції під час пандемії COVID-19 розпочинається новий етап для монетарної політики, на якому необхідно закріпити досягнуті результати, підтримувати цінову й фінансову стабільність в економіці. Несподіваний і доволі тривалий стрес, викликаний пандемією, виявився випробуванням центральних та комерційних банків на здатність адекватно й своєчасно реагувати, і це допомогло по-новому подивитися на розмежування традиційної і нетрадиційної моделей монетарної політики. Набутий досвід дав змогу банківській системі вистояти в умовах наступного шоку – повномасштабної російської агресії проти України, використовуючи відпрацьовані підходи. При цьому варто стежити за загальною картиною, не втрачаючи дрібних деталей, у т. ч. за окремими каналами ТМ монетарної політики. У зв'язку з цим для його аналізу необхідний комплексний підхід, що подає ТМ як цілісний та логічно узгоджений механізм, з одного боку, і такий, що дає можливість вдаватися в деталі, – з другого. Такий підхід розроблений і реалізований НБУ у вигляді великого модельного комплексу, в центрі якого перебуває КПМ для узагальненого аналізу економіки, а для її доповнення застосовується широкий спектр сателітних моделей (DSGE-модель, економетричні моделі, Nowcasting та Forecasting-моделювання).

### Список використаних джерел

1. Міщенко В. І. Роль і функції монетарного трансмісійного механізму в забезпеченні цінової стабільності. *Фінанси України*. 2015. № 1. С. 29–46. URL: [https://finukr.org.ua/?page\\_id=723&aid=4173](https://finukr.org.ua/?page_id=723&aid=4173).
2. Дзюблюк О. В. Перспективи оптимізації трансмісійних механізмів грошово-кредитної політики в період кризових явищ на фінансових ринках. *Фінанси, облік і аудит*. 2012. Вип. 19. С. 55–64.
3. Кораблін С. О. Інфляційне таргетування в Україні: окремі аспекти, результати та висновки. *Фінанси України*. 2023. № 6. С. 34–46. URL: <https://doi.org/10.33763/finukr2023.06.034>; № 7. С. 37–53. URL: <https://doi.org/10.33763/finukr2023.07.037>.
4. Шаров О. М. Ризики монетарної політики: “нова реальність”. *Фінанси України*. 2023. № 5. С. 30–49. URL: <https://doi.org/10.33763/finukr2023.05.030>.
5. Clarida R., Gali J., Gertler M. The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective. *Journal of Economic Literature*. 1999. Vol. 37, No. 4. P. 1661–1707. URL: <https://doi.org/10.1257/jel.37.4.1661>.
6. Wei X., Han L. The impact of COVID-19 pandemic on transmission of monetary policy to financial markets. *International Review of Financial Analysis*. 2021. Vol. 74. 101705. URL: <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2021.101705>.

7. Aloui D. The COVID-19 pandemic haunting the transmission of the quantitative easing to the exchange rate. *Finance Research Letters*. 2021. Vol. 43. 102025. URL: <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102025>.
8. Prabheesh K., Juhro S., Harun C. Covid-19 Uncertainty and Monetary Policy Responses: Evidence from Emerging Market Economies. *Buletin Ekonomi Moneter Dan Perbankan*. 2021. Vol. 24, No. 4. P. 489–516. URL: <https://doi.org/10.21098/bemp.v24i4.1692>.
9. Pinshi C. P. Monetary Policy, Uncertainty and COVID-19. *Journal of Applied Economic Sciences (JAES)*. 2020. Vol. XV, No 69. P. 579–593.
10. Mishra P., Montiel P. J., Spilimbergo A. Monetary Transmission in Low-Income Countries: Effectiveness and Policy Implications. *IMF Economic Review*. 2012. Vol. 60, No. 2. P. 270–302. URL: <https://doi.org/10.1057/imfer.2012.7>.
11. Taylor J. B. The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework. *The Journal of Economic Perspectives*. 1995. Vol. 9, No. 4. P. 11–26. URL: <https://doi.org/10.1257/jep.9.4.11>.
12. Bryant R., Hooper P., Mann C. Evaluation Policy Regimes: New Empirical Research in Empirical Macroeconomics. Washington, D.C. : Brookings Institution, 1993. 1008 p.
13. Henderson D. W., McKibbin W. J. An Assessment of Some Basic Monetary Policy Regime Pairs: Analytical and Simulation Results from Simple Multiregion Macroeconomic Models. *Evaluation Policy Regimes: New Empirical Research in Empirical Macroeconomics* / ed. by R. Bryant, P. Hooper, C. Mann. Washington, D.C. : Brookings Institution, 1993. P. 45–218.
14. Fuhrer J. C. Optimal Monetary Policy and the Sacrifice Ratio. *Goals, Guidelines, and Constraints Facing Monetary Policymakers* / ed. by J. Fuhrer. Federal Reserve Bank of Boston, 1994. P. 43–69.
15. Reforming Major Interest Rate Benchmarks / Financial Stability Board. 2014. URL: [https://www.fsb.org/2014/07/r\\_140722/](https://www.fsb.org/2014/07/r_140722/).
16. Barth M., Ramey V. The Cost Channel of Monetary Transmission. *NBER Macroeconomics Annual*. 2001. Vol. 16. P. 199–255. URL: <https://doi.org/10.1086/654443>.
17. Центральний банк та грошово-кредитна політика / А. М. Мороз, М. Ф. Пуховкіна, М. І. Савлук та ін. Київ : КНЕУ, 2005.
18. Солдатенко В. З історії розбудови банківської системи Федеративної Республіки Німеччини. *Вісник Національного банку України*. 2004. № 7. С. 58–63.
19. Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). URL: <https://www.cssf.lu/de>.
20. Мельник П. В., Тарангул А. А., Гордей О. Д. Банківські системи зарубіжних країн. Київ : Алерта, 2010.
21. Constitution of the Republic of Poland of 2nd April, 1997. URL: <https://wipo.int/wipolex/en/text/194980>.
22. Основні засади грошово-кредитної політики на 2021 рік та середньострокову перспективу : схв. рішенням Ради Національного банку України від 10.09.2020. URL: <https://bank.gov.ua/ua/files/dzrtnZTXIlkICSQ>.
23. Про Національний банк України : закон України від 20.05.1999 № 679-XIV. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/679-14>.

### References

1. Mishchenko, V. (2015). The role and functions of monetary transmission mechanism in ensuring price stability. *Finance of Ukraine*, 1, 29–46. Retrieved from [https://finukr.org.ua/?page\\_id=723&aid=4173](https://finukr.org.ua/?page_id=723&aid=4173) [in Ukrainian].
2. Dziubliuk, O. V. (2012). Prospects for optimization of transmission mechanisms of monetary policy in the period of crisis phenomena on financial markets. *Finance, Accounting and Auditing*, 19, 55–64 [in Ukrainian].
3. Koralin, S. (2023). Inflation targeting in Ukraine: some aspects, results and conclusions. *Finance of Ukraine*, 6, 34–46. DOI: 10.33763/finukr2023.06.034; 7, 37–53. DOI: 10.33763/finukr2023.07.037 [in Ukrainian].

4. Sharov, O. (2023) Monetary policy risks: “new reality”. *Finance of Ukraine*, 5, 30–49. DOI: 10.33763/finukr2023.05.030 [in Ukrainian].
5. Clarida, R., Gali, J., & Gertler, M. (1999). The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective. *Journal of Economic Literature*, 37 (4), 1661–1707. DOI: 10.1257/jel.37.4.1661.
6. Wei, X., & Han, L. (2021). The impact of COVID-19 pandemic on transmission of monetary policy to financial markets. *International Review of Financial Analysis*, 74, 101705. DOI: 10.1016/j.irfa.2021.101705.
7. Aloui, D. (2021). The COVID-19 pandemic haunting the transmission of the quantitative easing to the exchange rate. *Finance Research Letters*, 43, 102025. DOI: 10.1016/j.frl.2021.102025.
8. Prabheesh, K., Juhro, S., & Harun, C. (2021). Covid-19 Uncertainty and Monetary Policy Responses: Evidence from Emerging Market Economies. *Buletin Ekonomi Moneter Dan Perbankan*, 24 (4), 489–516. DOI: 10.21098/bemp.v24i4.1692.
9. Pinshi, C. P. (2020). Monetary Policy, Uncertainty and COVID-19. *Journal of Applied Economic Sciences (JAES)*, XV (69), 579–593.
10. Mishra, P., Montiel, P. J., & Spilimbergo, A. (2012). Monetary Transmission in Low-Income Countries: Effectiveness and Policy Implications. *IMF Economic Review*, 60 (2), 270–302. DOI: 10.1057/imfer.2012.7.
11. Taylor, J. B. (1995). The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework. *The Journal of Economic Perspectives*, 9 (4), 11–26. DOI: 10.1257/jep.9.4.11.
12. Bryant, R., Hooper, P., & Mann, C. (1993). *Evaluation Policy Regimes: New Empirical Research in Empirical Macroeconomics*. Washington, D.C.: Brookings Institution.
13. Henderson, D. W., & McKibbin, W. J. An Assessment of Some Basic Monetary Policy Regime Pairs: Analytical and Simulation Results from Simple Multiregion Macroeconomic Models. In Bryant, R., Hooper, P., Mann, C. (Eds.). *Evaluation Policy Regimes: New Empirical Research in Empirical Macroeconomics*, pp. 45–218. Washington, D.C.: Brookings Institution.
14. Fuhrer, J. C. (1994). Optimal Monetary Policy and the Sacrifice Ratio. In Fuhrer, J. C. (Ed.). *Goals, Guidelines, and Constraints Facing Monetary Policymakers*, pp. 43–69. Federal Reserve Bank of Boston.
15. Financial Stability Board. (2014). *Reforming Major Interest Rate Benchmarks*. Retrieved from [https://www.fsb.org/2014/07/r\\_140722/](https://www.fsb.org/2014/07/r_140722/).
16. Barth, M., & Ramey, V. (2001). The Cost Channel of Monetary Transmission. *NBER Macroeconomics Annual*, 16, 199–255. DOI: 10.1086/654443.
17. Moroz, A. M., Pukhovkina, M. F., Savluk, M. I. et al. (2005). *Central bank and monetary policy*. Kyiv: KNEU [in Ukrainian].
18. Soldatenko, V. (2004). From the history of the development of the banking system of the Federal Republic of Germany. *Visnyk of the National Bank of Ukraine*, 7, 58–63 [in Ukrainian].
19. Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). (n. d.). Retrieved from <https://www.cssf.lu/de>.
20. Melnyk, P. V., Taranhul, L. L., & Hordei, O. D. (2010). *Banking systems of foreign countries*. Kyiv: Alerta [in Ukrainian].
21. Constitution of the Republic of Poland. (1997, April 2). Retrieved from <https://wipo.int/wipolex/en/text/194980>.
22. Board of the National Bank of Ukraine. (2020). *The main principles of monetary policy for 2021 and the medium-term perspective* (Resolution, September 10). Retrieved from <https://bank.gov.ua/ua/files/dzrtnZTXIlkICSQ> [in Ukrainian].
23. Verkhovna Rada of Ukraine. (1999). *About the National Bank of Ukraine* (Act No. 679-XIV, May 20). Retrieved from <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/679-14> [in Ukrainian].