

Міністерство освіти і науки України
Сумський державний університет

Кваліфікаційна наукова праця
на правах рукопису

УДК 336.7:338.124.4 (043.5)

ОГОРІЛКО ЮРІЙ МИКОЛАЙОВИЧ

**ЕКОНОМІЧНІ ФЛУКТУАЦІЇ ПІД ВПЛИВОМ МОНЕТАРНОЇ
ПОЛІТИКИ**

Спеціальність 051 – Економіка

Галузь знань: 05 Соціальні та поведінкові науки

Подається на здобуття наукового ступеня доктора філософії.

Дисертація містить результати власних досліджень.

Використання ідей, результатів і текстів інших

авторів мають посилання на відповідне джерело _____ Ю.М. Огорілко

Науковий керівник –

Шкільник Інна Олександрівна,

Доктор економічних наук, професор

Суми – 2024

АНОТАЦІЯ

Огорілко Ю. М. Економічні флуктуації під впливом монетарної політики.
– Кваліфікаційна наукова праця на правах рукопису.

Дисертація на здобуття наукового ступеня доктора філософії за спеціальністю 051 «Економіка» (05 «Соціальні та поведінкові науки»). – Сумський державний університет Міністерства освіти і науки України, Суми, 2024.

Дисертаційна робота присвячена вирішенню актуальної наукової задачі удосконалення теоретико-методичних засад управління економічними флуктуаціями під впливом монетарної політики.

На основі еволюційного аналізу поглядів на зміст поняття «економічні флуктуації» в межах основних наукових шкіл, було доведено, що зростання рівня інтеграції фінансових ринків, підвищення частоти екзогенних шоків і посилення макроекономічної волатильності супроводжуються зростанням наукового інтересу до концепції економічних флуктуацій.

Аналіз змістовно-концептуальних підходів до розуміння економічних флуктуації та особливостей їх прояву дозволив систематизувати наукові підходи до розуміння специфіки виникнення та форм прояву економічних флуктуацій за роллю грошово-кредитної політики, технологій, сукупного попиту, державних інституцій та виокремлено класичний та кейнсіанський підходи, теорію реальних бізнес-циклів, монетарний, австрійський та комплексний підходи.

Економічні флуктуації визначено як періодичні відхилення ключових макроекономічних показників від їх довгострокових трендів або рівноважних значень, що виникають як реакція на зміни внутрішніх та зовнішніх чинників і можуть набувати форми як короткострокових коливань у межах бізнес-циклів (фази підйому, спаду, піку і відновлення), так і довгострокових трендів у розвитку економіки.

Однією із характерних особливостей економічних флуктуацій визначено відсутність однозначного розуміння їх ролі в економічному розвитку країни. З

одного боку, вони створюють значні виклики для забезпечення та підтримання стабільності економічної системи, спричиняючи періоди рецесії, зростання безробіття, інфляційного тиску та фінансової нестабільності, а з іншого боку, виконують функцію адаптації економічної системи до змін внутрішнього та зовнішнього середовища, сприяючи перерозподілу ресурсів, розвитку інновацій та адаптації економічної системи до нових умов.

Удосконалено критеріальну базу класифікації економічних флуктуацій за причинно-детермінованою ознакою (циклічні, сезонні, структурні), часовим горизонтом (коротко-, середньо- та довгострокові), амплітудою коливань (мікро- мезо-, та макроцикли), причинами виникнення (ендогенні та екзогенні), географічним охопленням (локальні, регіональні та глобальні), наслідками впливу (економічні імпульси, економічні шоки та комбіновані коливання).

Принциповим з точки зору впливу на мету та завдання управління економічними флуктуаціями визначено оцінювання динаміки ключових макроекономічних індикаторів в умовах шоків та невизначеностей, що дозволяє визначити основні тренди та виклики для реалізації ефективної монетарної політики. Це створює додаткові можливості в процесі планування, мотивації та контролю за реалізацією ефективних стратегій управління економічними флуктуаціями. Проаналізовано основні тенденції розвитку економічної системи України в умовах флуктуацій. Це дозволило виділити ключові етапи розвитку економіки України, що відображають залежність економічних індикаторів від видів флуктуацій та фаз розвитку економіки: 2001-2007 рр. – період зростання та стабільності в економіці (циклічні флуктуації, фаза пожвавлення); 2008-2009 рр. – період глобальної фінансової кризи (шокові флуктуації); 2010-2013 рр. – період відновлення та стагнації (циклічні флуктуації, фаза стагнації); 2014-2015 рр. – економічна та політична криза (шокові флуктуації); 2016-2018 рр. – період відновлення (циклічні флуктуації, фаза пожвавлення); 2019-2020 рр. – період пандемії COVID-19 (шокові флуктуації); 2021-2022 рр. – період часткового відновлення економіки та нових викликів.

Виділено характерні особливості економічних флуктуацій, до яких належать: циклічний характер економічних флуктуацій (періодичність коливань економічної активності), їх дуалістична природа (одночасна здатність створювати ризики для стабільності економічної системи та сприяти її адаптивності і динамізму), асиметричність (нерівномірність тривалості та інтенсивності фаз зростання та спаду), амплітудність (варіативність у масштабах та глибині економічних коливань).

Розроблено концептуальні засади управління економічними флуктуаціями, як комплексу заходів, які втілюються через реагуючу та превентивну діяльність органів законодавчої та виконавчої влади, міжнародних організацій, науково-дослідних інститутів та консалтингових організацій, систематизовано інструменти управління економічними флуктуаціями в розрізі монетарних, фіскальних та стратегічних інструментів управління Формування державної політики управління економічними флуктуаціями запропоновано здійснювати за результатами системного аналізу специфіки взаємодії макроекономічних чинників (грошово-кредитної політики, інвестиційної активності, технологічного розвитку та структурних змін в економіці), врахування їх багаторівневого впливу на економічну систему (короткострокові чи довгострокові наслідки) та специфіки сучасних економічних умов (посилення глобалізаційних та інтеграційних процесів, зростання ролі інституційних факторів).

Обґрунтовано ключову роль монетарної політики в згладжуванні та мінімізації негативних наслідків економічних флуктуацій через адаптивне використання інструментів регулювання в умовах глобальних викликів та структурних змін економіки. На основі структурного моделювання проведено оцінювання часової та просторової когерентності економічних флуктуацій та інструментів монетарної політики, яке враховує явні та латентні взаємозалежності шляхом побудови системи структурних рівнянь та передбачає оцінювання взаємозв'язків між множинами залежних і незалежних змінних і

дозволяє ідентифікувати найбільш значущі залежності між ними з урахуванням можливого як прямого, так і опосередкованого впливу.

На основі аналізу чутливості індикаторів монетарної політики до шоків економічних флуктуацій доведено суттєву залежність інструментів монетарної політики від економічної нестабільності. Найбільш чутливими до шоків ВВП та індексу споживчих витрат на одну особу визначено ставки за кредитами резидентів у національній валюті. Доведено, що збільшення участі населення в робочій силі призводить до зростання економічної активності в країні, зменшує ризик неповернення кредитів та супроводжується зниженням кредитної ставки. Підвищення індексу фондового ринку, споживчих витрат та промислового виробництва призводить до зниження кредитної ставки. Таким чином, зростання економіки, що супроводжується зростанням промислового виробництва та підвищенням споживчих витрат дозволяє банкам знижувати ставки за операціями кредитування.

Проведено порівняльний аналіз монетарних режимів в управлінні економічними флуктуаціями, визначено їх переваги і недоліки, обґрунтовано вплив на економічні флуктуації. Досліджено вплив таргетування інфляції на економічні флуктуації, визначено його переваги як базової стратегії стабілізаційної політики. Зроблено висновок про те, що таргетування інфляції сприяє зменшенню невизначеності на фінансових ринках та підвищенню довіри до монетарної політики центрального банку, дозволяє більш ефективно управляти очікуваннями економічних агентів, сприяє адаптації системи до умов різних типів економік. Досліджено вплив адаптації таргетування інфляції до умов різних типів економік (з розвинутими ринками, перехідними економіками) на його результативність та можливість інтеграції інших інструментів монетарної політики, таких як валютні інтервенції або управління відсотковими ставками.

Удосконалено інструментарій монетарного регулювання економічних флуктуацій, який передбачає врахування характеру, тривалості та типу флуктуацій. Це дозволить оптимізувати вплив монетарної політики на

економічний цикл, забезпечити стійкість до сезонних коливань, своєчасно реагувати на структурні зміни та шоківі флуктуації. Так, у фазах піднесення, рецесії чи депресії ключовими заходами мають бути контроль інфляції, стимулювання економічної активності або протидія дефляційним процесам шляхом регулювання процентних ставок, резервних вимог і операцій на відкритому ринку.

Ключові слова: економічні флуктуації, монетарна політика, шоки в економіці, бізнес-цикли, центральний банк, таргетування інфляції, економічні системи, курс валют, економічна нестабільність.

SUMMARY

Ogorilko Yu. M. Economic fluctuations under the influence of monetary policy.
– Manuscript.

Dissertation for obtaining the scientific degree of Doctor of Philosophy in specialty 051 "Economics" (051 "Social and Behavioral Sciences"). Sumy State University of the Ministry of Education and Science of Ukraine, Sumy, 2024.

The dissertation is devoted to solving the current scientific problem of improving the theoretical and methodological principles of managing economic fluctuations under the influence of monetary policy.

Based on an evolutionary analysis of perspectives on the concept of "economic fluctuations" within the framework of major scientific schools, it has been proven that the increasing integration of financial markets, the rising frequency of exogenous shocks, and heightened macroeconomic volatility are accompanied by growing scholarly interest in the concept of economic fluctuations.

Analysis of the content-conceptual approaches to understanding economic fluctuations and the features of their manifestation allowed us to systematize scientific approaches to understanding the specifics of the emergence and forms of manifestation of economic fluctuations by the role of monetary policy, technology, aggregate

demand, state institutions, and the classical and Keynesian approaches, the theory of real business cycles, monetary, Austrian and complex approaches were distinguished.

Economic fluctuations are defined as periodic deviations of key macroeconomic indicators from their long-term trends or equilibrium values, which arise as a reaction to changes in internal and external factors and can take the form of both short-term fluctuations within business cycles (up, down, peak and recovery phases) and long-term trends in economic development.

One of the defining characteristics of economic fluctuations is the lack of a clear understanding of their role in a country's economic development. On the one hand, they pose significant challenges to ensuring and maintaining the stability of the economic system, triggering periods of recession, rising unemployment, inflationary pressure, and financial instability. On the other hand, they serve as a mechanism for adapting the economic system to changes in the internal and external environment, facilitating resource redistribution, fostering innovation, and enabling the economic system to adjust to new conditions.

The criteria for classifying economic fluctuations by causality (cyclical, seasonal, structural), time horizon (short-, medium- and long-term), amplitude of fluctuations (micro-, meso- and macrocycles), causes of occurrence (endogenous and exogenous), geographical coverage (local, regional and global), consequences of impact (economic impulses, economic shocks and combined fluctuations) have been improved.

A fundamental aspect in terms of the impact on the goals and objectives of managing economic fluctuations is the evaluation of the dynamics of key macroeconomic indicators under conditions of shocks and uncertainties. This approach allows for the identification of major trends and challenges in implementing effective monetary policy. It provides additional opportunities in the processes of planning, motivation, and monitoring the implementation of effective strategies for managing economic fluctuations. The study analyzes the main trends in the development of Ukraine's economic system under conditions of fluctuations. This analysis enabled the identification of key stages in Ukraine's economic development, reflecting the

dependence of economic indicators on the types of fluctuations and phases of economic growth: 2001-2007 - a period of growth and stability in the economy (cyclical fluctuations, recovery phase); 2008-2009 - a period of global financial crisis (shock fluctuations); 2010-2013 - a period of recovery and stagnation (cyclical fluctuations, stagnation phase); 2014-2015 - economic and political crisis (shock fluctuations); 2016-2018 - a period of recovery (cyclical fluctuations, recovery phase); 2019-2020 - the period of the COVID-19 pandemic (shock fluctuations); 2021-2022 - a period of partial recovery of the economy and new challenges.

The characteristic features of economic fluctuations are highlighted, which include: the cyclical nature of economic fluctuations (periodicity of fluctuations in economic activity), their dualistic nature (simultaneous ability to create risks for the stability of the economic system and promote its adaptability and dynamism), asymmetry (uneven duration and intensity of growth and recession phases), amplitude (variability in the scale and depth of economic fluctuations).

Conceptual foundations for managing economic fluctuations have been developed as a set of measures implemented through responsive and preventive activities by legislative and executive authorities, international organizations, research institutions, and consulting firms. The tools for managing economic fluctuations have been systematized into monetary, fiscal, and strategic instruments. The formation of a state policy for managing economic fluctuations is proposed to be carried out based on the results of a systematic analysis of the specifics of the interaction of macroeconomic factors (monetary policy, investment activity, technological development and structural changes in the economy), taking into account their multi-level impact on the economic system (short-term or long-term consequences) and the specifics of modern economic conditions (strengthening of globalization and integration processes, increasing the role of institutional factors).

The key role of monetary policy in smoothing and minimizing the negative consequences of economic fluctuations through the adaptive use of regulatory instruments in the context of global challenges and structural changes in the economy is substantiated. Based on structural modeling, an assessment of the temporal and

spatial coherence of economic fluctuations and monetary policy instruments was carried out, which takes into account explicit and latent interdependencies by constructing a system of structural equations and provides for the assessment of the relationships between sets of dependent and independent variables and allows identifying the most significant dependencies between them, taking into account the possible direct and indirect impact.

Based on the analysis of the sensitivity of monetary policy indicators to shocks of economic fluctuations, a significant dependence of monetary policy instruments on economic instability was proven. The most sensitive to shocks of GDP and the consumer spending index per capita were determined to be rates on resident loans in the national currency. It has been proven that an increase in labor force participation leads to higher economic activity in the country, reduces the risk of loan defaults, and is accompanied by a decline in interest rates. Similarly, an increase in the stock market index, consumer spending, and industrial production contributes to a reduction in interest rates. Thus, economic growth, accompanied by an increase in industrial production and consumer spending, enables banks to lower lending rates.

A comparative analysis of monetary regimes in managing economic fluctuations has been conducted, highlighting their advantages and disadvantages and substantiating their impact on economic fluctuations. The impact of inflation targeting on economic fluctuations was substantiated, its advantages as a basic stabilization policy strategy were determined. It was concluded that inflation targeting contributes to reducing uncertainty in financial markets and increasing confidence in the monetary policy of the center of the central bank, allows for more effective management of the expectations of economic agents, contributes to the adaptation of the system to the conditions of different types of economies. The impact of adapting inflation targeting to the conditions of different types of economies (developed markets, transitional economies) on its effectiveness and the potential integration of other monetary policy tools, such as foreign exchange interventions or interest rate management, has been examined.

The toolkit for monetary regulation of economic fluctuations has been enhanced to account for the nature, duration, and type of fluctuations. This approach aims to optimize the impact of monetary policy on the economic cycle, ensure resilience to seasonal variations, and provide timely responses to structural changes and shock fluctuations. For instance, during phases of economic growth, recession, or depression, key measures should include controlling inflation, stimulating economic activity, or countering deflationary processes through adjustments in interest rates, reserve requirements, and open market operations.

Keywords: economic fluctuations, monetary policy, shocks in the economy, business cycles, central bank, inflation targeting, economic systems, exchange rates, economic instability.

СПИСОК ОПУБЛІКОВАНИХ ПРАЦЬ

Публікації в наукових фахових виданнях України

1. Школьник І., Огорілко Ю. Роль монетарної політики в концепціях ділових циклів. *Сталий розвиток економіки*. 2024. 2(49). С. 107-117. DOI: <https://doi.org/10.32782/2308-1988/2024-49-17> (1,02 друк. арк.). *Особистий внесок: обґрунтовано роль монетарної політики та показників, які характеризують виробничу сферу економіки (реальні бізнес-цикли) в концепціях ділових циклів, досліджено вплив економічної кризи 2008-2009 років та пандемії COVID-19 на відродження інтересу до інтерпретацій ділових циклів (0,85 друк. арк.). Внесок Школьник І. О.: досліджено підходи до розуміння природи ділових циклів (0,17 друк. арк.).*

2. Школьник І., Огорілко Ю. Екзогенні шоки та монетарна політика центральних банків. *Financial and Credit Activity Problems of Theory and Practice*. 2024. №3(56). С. 9–23. DOI: <https://doi.org/10.55643/fcaptp.3.56.2024.4354> (Scopus, WOS) (1,42 друк. арк.). *Особистий внесок: визначено вплив екзогенних шоків, які відбувались у різні історичні періоди, на розвиток монетарної політики центральних банків, узагальнено ключові завдання центральних банків у часи екзогенних шоків в контексті забезпечення ліквідності банківського сектору та запобігання панікам (1,2 друк. арк.). Внесок Школьник І. О.: визначено характерні ознаки процесу реагування центральних банків на екзогенні шоки (0,4 друк. арк.).*

3. Школьник І. О., Огорілко Ю. М. Міжнародний досвід і впровадження монетарного режиму інфляційного таргетування в Україні. *Проблеми економіки*. 2023. №3. С. 227–236. DOI: <https://doi.org/10.32983/2222-0712-2023-3-227-236> (0,94 друк. арк.). *Особистий внесок: проведено порівняльний аналіз міжнародного досвіду та досвіду України щодо впровадження монетарного режиму таргетування інфляції (0,8 друк. арк.). Внесок Школьник І. О.: визначено ключові особливості застосування монетарного режиму таргетування інфляції (0,14 друк. арк.).*

4. Огорілко Ю. М. Таргетування інфляції в системі монетарних режимів центральних банків: ретроспективний огляд. *Бізнес-інформ*. 2023. №6. С. 6-11. DOI: <https://doi.org/10.32983/2222-4459-2023-6-6-11> (0,59 друк. арк.). *Особистий внесок*: визначено місце таргетування інфляції в системі монетарних режимів центральних банків та окреслено основні його характеристики у процесі історичного розвитку (0,59 друк. арк.).

5. Огорілко Ю. М. Інфляція як мірило незалежності центральних банків. *Бізнес-інформ*. 2024. №4. С. 187-198. DOI: <https://doi.org/10.32983/2222-4459-2024-4-187-198> (1,04 друк. арк.). *Особистий внесок*: досліджено процес становлення сучасної парадигми незалежності центральних банків, визначено роль інфляції у ньому, узагальнено критерії незалежності та визначення динаміки показників автономності монетарних інституцій (1,04 друк. арк.).

6. Огорілко Ю. М. Кейнсіанська критика незалежності центральних банків. *Проблеми системного підходу в економіці*. 2024. Вип. 2(95). С. 44-50. DOI: <https://doi.org/10.32782/2520-2200/2024-2-6> (0,83 друк. арк.). *Особистий внесок*: проведено порівняльний кейнсіанського та сучасного підходів до формування парадигми незалежності центральних банків (0,83 друк. арк.).

Тези доповідей на наукових конференціях

7. Огорілко Ю. М. Проблеми реалізації монетарної політики у період функціонування Бреттон-Вудської системи. *Реформування фінансово-економічної системи країни в контексті міжнародного співробітництва*: матеріали доповідей Міжнародної науково-практичної конференції (м. Ужгород, 15-16 грудня 2023 року) / За заг. ред.: М. М. Палінчак, В. П. Приходько, В. В. Химинець та ін. – Львів-Торунь : Liha-Pres, 2023. С. 53-56. DOI: <https://doi.org/10.36059/978-966-397-336-4-13> (0,27 друк. арк.). *Особистий внесок*: визначено ключові проблеми реалізації монетарної політики у період функціонування Бреттон-Вудської системи, узагальнено етапи історичного

розвитку Бреттон-Вудської системи через призму дослідження механізмів монетарної взаємодії (0,27 друк. арк.)

8. Огорілко Ю. М. Дефляція як виклик монетарній політиці в умовах золотого стандарту. *Сучасні тренди розвитку світового господарства в умовах новітніх глобальних викликів*: матеріали Всеукраїнської науково-практичної конференції (м. Одеса, 17 листопада 2023 р.) / відп. за випуск д.е.н., проф. С. О. Якубовський. – Львів-Торунь : Liha-Pres, 2023. С. 27-30. DOI: <https://doi.org/10.36059/978-966-397-333-3-6> (0,22 друк. арк.). *Особистий внесок: досліджено природу, механізми та основні виклики функціонування системи золотого стандарту, визначено взаємозв'язок між порушенням правил функціонування системи та посиленням монетарної дефляції (0,22 друк. арк.)*.

9. Огорілко Ю. М. Становлення принципу заборони фінансування державного бюджету національним банком України. *Трансформація національної моделі фінансово-кредитних відносин: виклики глобалізації та регіональні аспекти*: збірник матеріалів VIII Всеукраїнської науково-практичної конференції (м. Ужгород, 1 грудня 2023 р.). – Ужгород: ДВНЗ «УжНУ», 2023. С. 236-238. (0,16 друк. арк.). *Особистий внесок: проведено аналіз етапів становлення Національного банку України в умовах економічної кризи початку 1990-х років, досліджено вплив законодавчих заборон та політичного тиску на його незалежність (0,16 друк. арк.)*.

10. Огорілко Ю. М. Фінансування дефіциту державного бюджету як загроза незалежності НБУ. *Реформування економіки в контексті міжнародного співробітництва: механізми та стратегії*: матеріали доповідей Міжнародної науково-практичної конференції (м. Запоріжжя, 6-7 березня 2024 р.). – Львів-Торунь: Liha-Pres, 2024. С. 47-52. (0,19 друк. арк.). *Особистий внесок: досліджено вплив екзогенних факторів, зокрема широкомасштабного російського вторгнення, на монетарну політику та незалежність Національного банку України, проведено аналіз специфіки використання монетизації дефіциту державного бюджету як інструменту підтримки економіки в умова війни (0,19 друк. арк.)*.

ЗМІСТ

ВСТУП.....	16
РОЗДІЛ 1 ТЕОРЕТИКО-МЕТОДИЧНІ ЗАСАДИ РОЗВИТКУ ЕКОНОМІЧНИХ СИСТЕМ В УМОВАХ ФЛУКТУАЦІЙ.....	24
1.1 Концептуальні основи дослідження сутності економічних флуктуацій та їх ролі у розвитку економічних систем.....	24
1.2 Передумови та наслідки виникнення економічних флуктуацій.....	36
1.3 Особливості розвитку економічних систем в умовах флуктуацій в Україні	60
Висновки до розділу 1	80
РОЗДІЛ 2 НАУКОВО-ПРАКТИЧНІ ЗАСАДИ ВПЛИВУ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ НА ЕКОНОМІЧНІ ФЛУКТУАЦІЇ.....	84
2.1 Монетарна політика та її роль в концепціях ділових циклів.....	84
2.2 Закономірності розвитку монетарної політики в періоди економічних флуктуацій.....	107
2.3 Моделювання впливу інструментів монетарної політики на флуктуації в економіці	126
Висновки до розділу 2	150
РОЗДІЛ 3 РОЗВИТОК МЕТОДИЧНИХ ПІДХОДІВ ТА ПРАКТИЧНОГО ІНСТРУМЕНТАРІЮ ФОРМУВАННЯ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ В УМОВАХ ЕКОНОМІЧНИХ ФЛУКТУАЦІЙ	153
3.1 Незалежність центральних банків як інструмент стабілізації економіки	153
3.2 Таргетування інфляції в системі монетарних режимів центральних банків	169
Висновки до розділу 3	198
ВИСНОВКИ.....	200

	15
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	204
ДОДАТКИ.....	221

ВСТУП

Актуальність теми дослідження. У сучасних умовах глобалізації економіки, що характеризується високим рівнем інтеграції фінансових операцій, зростанням частоти екзогенних шоків і підвищеною волатильністю макроекономічних показників, економічні флуктуації виступають невід'ємною складовою функціонування будь-якої економічної системи. Пандемія COVID-19, глобальні енергетичні кризи та військові конфлікти, зокрема російська агресія проти України, виступили потужними екзогенними чинниками, які суттєво вплинули на динаміку економічних циклів у багатьох країнах. Згідно з оцінками Міжнародного валютного фонду (МВФ), лише пандемія COVID-19 спричинила скорочення світової економіки на 3,1% у 2020 році (понад \$4 трлн у реальному вираженні). Дані втрати є наслідком як структурних змін у національних економіках, так і недостатньої адаптованості традиційних інструментів регулювання до масштабних і раптових шоків.

Центральну роль у згладжуванні економічних циклів, контролі інфляційних процесів та створенні передумов для довгострокового економічного зростання відіграє монетарна політика, як ключовий механізм управління макроекономічною стабільністю. Проте, сучасні виклики, пов'язані з екзогенними шоками, актуалізували потребу у вдосконаленні інструментів монетарної політики, підвищення її ефективності та адаптивності до нових умов.

Таким чином, дослідження економічних флуктуацій під впливом монетарної політики є надзвичайно актуальним як у теоретичному, так і в практичному аспекті. Воно дозволяє виявити основні закономірності взаємодії монетарної політики та економічних циклів, оцінити ефективність існуючих інструментів монетарного регулювання та розробити практичні рекомендації для зменшення негативного впливу економічних флуктуацій і забезпечення стійкого економічного зростання. В цих умовах ключовим завданням стає створення сприятливих умов для реалізації ефективної монетарної політики, здатної

мінімізувати наслідки економічних флуктуацій, забезпечувати макроекономічну стабільність та підтримувати економічне зростання.

Питанням управління економічними флуктуаціями під впливом монетарної політики присвячено наукові праці вітчизняних і зарубіжних вчених: Р. Барскі, Б. Бернанке, О. Бланшара, Д. Гамільтона, Ф. Кідланда Б. Маккалума, Г. Манківа, Е. Прескота, Ч. Плоссера, К. Рогофа, Р. Солоу, Дж. Тейлора, С. Фішера, М. Фрідмана, Д. Хансена, Г. Хаберлера, А. Шварца, та інших.

Незважаючи на існуючий науковий доробок із тематики дослідження, не вирішеними остаточно залишається низка теоретичних і прикладних проблем, що стосуються, зокрема, формалізації чинників економічних флуктуацій, оцінювання їх впливу на макроекономічну стабільність, визначення ролі монетарної політики у стабілізації економічних систем під час кризових періодів, обґрунтування впливу інституційних чинників на ефективність реалізації монетарної політики, моделювання взаємозв'язків між інструментами монетарної політики та динамікою економічних флуктуацій, а також розроблення методичних підходів до мінімізації негативних наслідків флуктуацій для економіки. Вищезазначене обумовило актуальність проведеного дослідження, його мету, завдання і зміст.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Тематика дисертаційної роботи відповідає актуальним завданням, окресленим у низці стратегічних документів, що стосуються стабільності економічних систем в умовах економічних флуктуацій та вдосконалення монетарної політики. Зокрема, вона узгоджується з Національною економічною стратегією на період до 2030 року (Постанова Кабінету Міністрів України № 179 від 03 березня 2021 р.), Стратегією національної безпеки України (Указ Президента України №392/2020 від 14 вересня 2020 р.), Стратегією реформування системи управління державними фінансами на 2022–2025 роки та планом заходів з її реалізації (розпорядження Кабінету Міністрів України № 1805-р від 29 грудня 2021 р.), а також Стратегією цифровізації системи управління державними фінансами на період до 2025 року (розпорядження Кабінету Міністрів України

№ 1467-р від 17 листопада 2021 р.), Статутом Міжнародного валютного фонду (від 27 грудня 1945 року), Базельськими угодами (Базель I – від 1998 рік, Базель II – 2004 рік та Базель III – 2010 рік).

Мета і завдання дослідження. Мета дисертаційної роботи полягає в поглибленні теоретичних і науково-методичних засад та формування практичних рекомендацій щодо управління економічними флуктуаціями за допомогою інструментів монетарної політики.

Для досягнення поставленої мети були поставлені наступні завдання:

- провести структурно-декомпозиційний аналіз концепцій економічних флуктуацій та їх взаємозв'язку з монетарною політикою;
- узагальнити основні теоретичні детермінанти виникнення економічних флуктуацій і їх наслідків для економічних систем;
- розробити методичний підхід до оцінювання впливу монетарної політики на динаміку економічних флуктуацій;
- визначити закономірності впливу інструментів монетарної політики на економічні флуктуації у різні історичні періоди;
- проаналізувати основні тренди змін у монетарній політиці під впливом екзогенних шоків;
- формалізувати зв'язок між індикаторами економічних флуктуацій та інструментами монетарної політики;
- сформулювати практичні рекомендації щодо стабілізації економічних систем через удосконалення інструментарію монетарної політики;
- дослідити роль незалежності центральних банків як інструменту забезпечення ефективної монетарної політики під час економічних флуктуацій.

Об'єктом дослідження є сукупність економічних відносин, що виникають між економічними агентами та державними регуляторами в процесі реалізації заходів, спрямованих на управління економічними флуктуаціями під впливом монетарної політики.

Предметом дослідження є теоретико-методичні засади та методичний інструментарій управління економічними флуктуаціями за допомогою інструментів монетарної політики

Методи дослідження. Методологічну основу дисертаційної роботи складають фундаментальні положення економічної теорії, макроекономіки, теорії грошей, фінансів і кредиту, теорії державного регулювання економіки, економіко-математичного моделювання, а також наукові результати досліджень в сфері аналізу інфляційного таргетування, макроекономічної стабільності, циклічності економічних процесів і впливу монетарних інструментів на стабілізацію економічної активності.

Для вирішення поставлених завдань було використано комплекс загальнонаукових і спеціальних методів дослідження: науково абстракції, аналізу, синтезу, індукції, дедукції, узагальнення – для уточнення понятійно-категоріального апарату у сфері економічних флуктуацій і монетарної політики; трендового аналізу – для узагальнення ключових еволюційно-просторових закономірностей впливу монетарної політики на економічну активність; методу Z-нормалізації – для приведення різнорідних даних до єдиного вигляду; метод канонічного аналізу – формалізації взаємозалежності між індикаторами економічних флуктуацій та інструментами монетарної прозорості; метод структурного моделювання – для формалізації зв'язку між інструментами монетарної політики та економічними флуктуаціями; метод VAR- моделювання – для аналізу залежності монетарної політики від попередніх значень індикаторів економічних флуктуацій і самих інструментів монетарної політики. Практичні розрахунки та моделювання в роботі здійснено з використанням пакетів статистичного аналізу даних STATA та STATISTICA.

Інформаційну базу дослідження склали: нормативно-правові акти України (закони України, постанови Кабінету Міністрів України), міжнародні регуляторні документи, аналітичні та звітні дані Національного банку України, Міністерства фінансів України, Міністерства економіки України, Державної служби статистики, а також інформація від міжнародних організацій, зокрема

Світового банку, Міжнародного валютного фонду, Організації економічного співробітництва і розвитку, міжнародних аналітичних ресурсів, таких як Bloomberg і Stata, результати наукових досліджень у сфері стабілізації економічної активності, інфляційного таргетування та ролі монетарної політики в запобіганні макроекономічним дисбалансам.

Наукова новизна одержаних результатів полягає в удосконаленні існуючого та розробленні нового методичного інструментарію управління економічними флуктуаціями під впливом монетарної політики.

вперше:

– розроблено методичне підґрунтя для аналізу часової та просторової когерентності економічних флуктуацій та інструментів монетарної політики, яке враховує явні та латентні взаємозалежності шляхом побудови системи структурних рівнянь. Це дозволило визначити експліцитні та імпліцитні закономірності їх взаємодії, ідентифікувати ключові взаємозв'язки між динамікою економічних флуктуацій та реакцією монетарних інструментів, а також оцінити рівень їх синхронізації на різних часових горизонтах управління;

удосконалено:

– методологію оцінювання чутливості індикаторів монетарної політики до шоків економічних флуктуацій, що на відміну від існуючих дозволяє оцінити миттєву реакцію інструментів монетарної політики на як на одиничні та накопичені шоки економічних флуктуацій, так і їх подальшу динаміку протягом певного горизонту управління;

– розуміння сутності економічних флуктуацій як відхилень ключових макроекономічних показників від їх довгострокових трендів або рівноважних значень, що виникають як реакція на зміни внутрішніх та зовнішніх чинників та характеризуються циклічним характером (періодичність коливань економічної активності), дуалістичною природою (одночасна здатність створювати ризики для стабільності економічної системи та сприяти її адаптивності і динамізму), асиметричністю (нерівномірність тривалості та інтенсивності фаз зростання та

спаду) та амплітудністю (варіативність у масштабах та глибині економічних коливань) коливань;

– інструментарій монетарного регулювання економічних флуктуацій, який, на відміну від існуючих, передбачає врахування характеру, тривалості та типу флуктуацій, та дозволяє оптимізувати вплив монетарних заходів на економічний цикл, забезпечити стійкість до сезонних коливань, оперативно адаптуватися до структурних трансформацій та шоків змін в економіці;

набуло подальшого розвитку:

– науково-методичні засади формування державної політики управління економічними флуктуаціями, які відрізняються від існуючих врахуванням їх складної та багатовимірної природи та базуються на системному аналізі специфіки взаємодії макроекономічних чинників (грошово-кредитної політики, інвестиційної активності, технологічного розвитку та структурних змін в економіці), врахуванні їх багаторівневого впливу на економічну систему (короткострокові чи довгострокові наслідки) та специфіки сучасних економічних умов (посилення глобалізаційних та інтеграційних процесів, зростання ролі інституційних факторів);

– критеріальна база класифікації економічних флуктуацій, що відрізняється від існуючих їх групуванням за причинно-детермінованою ознакою (циклічні, сезонні, структурні), часовим горизонтом (коротко-, середньо- та довгострокові), амплітудою коливань (мікро-, мезо-, та макроцикли), причинами виникнення (ендогенні та екзогенні), географічним охопленням (локальні, регіональні та глобальні), наслідками впливу (економічні імпульси, економічні шоки та комбіновані коливання).

Практичне значення одержаних результатів полягає в тому, що основні положення дисертації доведено до рівня методичних розробок і практичних рекомендації, що можуть бути використані:

– органами державної влади: Національним банком України – під час вдосконалення інструментів монетарної політики, спрямованих на стабілізацію економіки під час циклічних коливань, а також мінімізацію негативних ефектів

від екзогенних шоків; Міністерством фінансів України – у процесі розробки скоординованих заходів фінансової та монетарної політики, спрямованих на забезпечення економічної стабільності та запобігання макроекономічним дисбалансам; Державною службою статистики України – під час реалізації заходів з моніторингу та аналізу макроекономічних показників, що відображають флуктуації економіки, пов'язані з дією монетарних інструментів;

– професійними спілками і галузевими асоціаціями – під час розроблення та реалізації заходів, спрямованих на адаптацію підприємств до змін у монетарному середовищі, а також для підвищення обізнаності про вплив монетарної політики на економічну активність у різних секторах економіки;

– представниками бізнесу – під час стратегічного планування, прогнозування фінансових ризиків та управління капіталом у періоди економічних флуктуацій.

Результати оцінювання змін процентних ставок та інших інструментів монетарної політики на споживчі настрої населення при визначенні планових показників споживчого кредитування в регіоні упроваджено в діяльність Відділення №1 ПУМБ в м. Суми (довідка № 025 від 14.11.2024 р.).

Результати дисертаційної роботи використано в освітньому процесі Сумського державного університету під час викладання дисципліни «Гроші на кредит» (акт від 29.11.2024 р.).

Особистий внесок здобувача. Дисертаційна робота є самостійно виконаною науковою працею, в якій автором розроблено нові та поглиблено існуючі теоретико-методичні засади реалізації монетарної політики в контексті управління економічними флуктуаціями. Наукові положення, висновки та рекомендації, що виносяться на захист, одержані автором самостійно. Особистий внесок у працях, опублікованих у співавторстві, зазначено у списку публікацій.

Апробація результатів дисертації. Основні положення дисертаційної роботи апробовані на наукових та науково-практичних конференціях різних рівнів, зокрема: Міжнародній науково-практичній конференції «Реформування фінансово-економічної системи країни в контексті міжнародного

співробітництва» (м. Ужгород, Україна, 2023 р.), VI Міжнародній європейській конференції з соціальних наук (м. Київ, Україна, 2021 р.), Всеукраїнській науково-практичній конференції «Сучасні тренди розвитку світового господарства в умовах новітніх глобальних викликів» (м. Одеса, Україна, 2023 р.), Всеукраїнській науково-практичній конференції «Трансформація національної моделі фінансово-кредитних відносин: виклики глобалізації та регіональні аспекти» (м. Ужгород, Україна, 2023 р.), Міжнародній науково-практичній конференції «Реформування економіки в контексті міжнародного співробітництва: механізми та стратегії» (м. Запоріжжя, Чорногорія, 2024 р.).

Публікації. Основні результати дисертаційної роботи опубліковано у 10 наукових працях, загальним обсягом 6,68 друк. арк., із яких особисто автору належить 6,15 друк арк., зокрема 6 статей у наукових фахових виданнях України (зокрема, 1 – у виданні, що індексується міжнародними наукометричними базами Scopus та Web of Science), 4 публікацій у збірниках матеріалів конференцій.

Структура та обсяг дисертації. Дисертація складається з вступу, трьох основних розділів, списку використаних джерел. Повний обсяг дисертації становить 229 сторінок, зокрема обсяг основного тексту – 193 сторінки, 18 таблиць, 43 рисунки, 4 додатки, список використаних джерел містить 176 найменувань.

РОЗДІЛ 1 ТЕОРЕТИКО-МЕТОДИЧНІ ЗАСАДИ РОЗВИТКУ ЕКОНОМІЧНИХ СИСТЕМ В УМОВАХ ФЛУКТУАЦІЙ

1.1 Концептуальні основи дослідження сутності економічних флуктуацій та їх ролі у розвитку економічних систем

Невід’ємною складовою функціонування будь-якої економічної системи, що відображає циклічні коливання показників економічної активності, є економічні флуктуації. Вони характеризуються періодичними відхиленнями ключових макроекономічних показників від їх довгострокових трендів або рівноважних значень, виникають як реакція на зміни внутрішніх та зовнішніх чинників і можуть набувати форми як короткострокових коливань у межах бізнес-циклів (фази підйому, спаду, піку і відновлення), так і довгострокових трендів у розвитку економіки.

До ендогенних чинників економічних флуктуацій належать зміни рівня сукупного попиту та пропозиції, зміни в обсягах інвестицій, структурні диспропорції в економіці тощо. Екзогенні чинники, в свою чергу, можуть включати технологічні інновації, геополітичні події, світові фінансові кризи, зміни на світових ринках сировини та ін.

Економічні флуктуації є ключовим елементом адаптації економічної системи до мінливих умов, а отже дослідження природи їх виникнення та особливостей прояву є головним елементом формування ефективної макроекономічної політики, здатної згладжувати негативні наслідки коливань та сприяти забезпеченню сталого зростання економіки.

На сьогодні в економічній літературі існує значна кількість підходів до розуміння природи виникнення економічних флуктуацій та особливостей їх прояву.

Представники класичної школи економіки розглядають економічні флуктуації як короткострокові відхилення від природного рівноважного стану економічної системи. Відповідно до даної концепції економічна система

розглядається як саморегулюючий механізм, що може самостійно адаптуватися до змін у внутрішньому чи зовнішньому середовищі через гнучкість цін та заробітної плати.

Відповідно до кейнсіанського підходу флуктуації є результатом зміни сукупного попиту та пропозиції, а згладжування циклічних коливань може бути забезпечено за рахунок застосування механізмів державного регулювання, зокрема фіскальної та монетарної політики.

Згідно з теорією реальних бізнес-циклів, економічні коливання виникають під впливом екзогенних шоків (технологічні зміни або природні катастрофи), що впливають на продуктивність економіки та можуть бути мінімізовані завдяки здатності економічних агентів швидко та ефективно адаптуватися до таких шоків. Особлива увага при цьому приділяється зміні міжчасового розподілу ресурсів, зокрема в системі «праця - дозвілля» в період адаптації до нових умов.

Під час шоків економічні агенти корегують свою поведінку, перерозподіляючи час між працею та дозвіллям. У фазі спаду працівники можуть зменшувати свою трудову активність, використовуючи вільний час для підвищення кваліфікації, отримання нових навичок тощо. У фазі підйому, навпаки, зростання попиту на працю стимулює їх до збільшення тривалості трудової діяльності за рахунок зменшення часу на відпочинок.

В основі монетарного підходу ділових циклів лежить розуміння економічних флуктуацій як результату монетарних маніпуляцій, що призводять до викривлення ринкових сигналів і, відповідно, порушення ринкової рівноваги. Центральним елементом даної концепції є вплив змін у грошовій масі через корегування грошово-кредитної політики на економічну активність.

Згідно з монетарним підходом, нестабільність у грошовій політиці, зокрема штучне збільшення або зменшення обсягу грошової маси, викликає диспропорції у функціонуванні економіки. Проявами цього слугує її вплив на обсяги інвестицій та споживання. Зміни в грошовій масі впливають на рівень відсоткових ставок, що, в свою чергу, слугує каталізатором або інгібітором підвищення інвестиційної активності і споживчих витрат.

Крім того, мінливість грошової політики призводить до зміни цінових сигналів, що супроводжується неефективним розподілом ресурсів між галузями чи секторами економіки. Не менш важливим є вплив грошово-кредитної політики на інфляційні очікування економічних агентів, що може провокувати як панічні реакції на фінансових ринках, так і зниження довіри до грошової системи.

Таким чином, в основі монетарного підходу лежить гіпотеза про те, що зменшення економічних коливань можна досягти за рахунок реалізації нейтральної грошово-кредитної політики, яка передбачає активне втручання центрального банку в економічні процеси.

Представники австрійської школи акцентують увагу на важливій ролі кредитної експансії, яка спотворює ринкові сигнали, що регулюють економічну активність. Дана теорія базується на тому, що штучно занижені відсоткові ставки призводять до систематичних викривлень при прийнятті інвестиційних рішень. До основних наслідків таких процесів належить необґрунтоване збільшення інвестицій у довгострокові проекти. Зниження відсоткової ставки формує уявлення про дешеві кредити, що стимулює інвесторів спрямовувати свої кошти у капіталомісткі та довгострокові проекти, які б за умови ринкової рівноваги розглядалися як економічно недоцільні.

Крім того, штучне здешевлення кредиту сприяє зниженню заощаджень, оскільки споживачі починають більше витратити, а економічні агенти необґрунтовано вважають, що зростання інвестицій забезпечене реальними заощадженнями.

Усвідомлення суспільством застосування урядом монетарних маніпуляцій неминуче призводить до втрати довіри з боку інвесторів, відтоку інвестицій з національної економіки і, в кінцевому підсумку, зумовлює спад економіки.

Відповідно до даної теорії політика центральних банків має базуватися на ринкових механізмах, що враховують реальні вподобання економічних агентів, а не на активному втручанні регуляторів у процес встановлення відсоткових ставок.

Таким чином, на основі результатів проведеного аналізу можна зробити висновок про те, що існуючі підходи до вивчення економічних флуктуацій (таблиця 1.1) акцентують увагу на різних аспектах їх виникнення та прояву (роль грошово-кредитної політики, технологій, сукупного попиту, державних інституцій). Це свідчить про складну та багатовимірну природу економічних флуктуацій та зумовлює потребу в розробленні більш комплексного підходу до аналізу механізмів їх виникнення, впливу на економічну систему та інструментів превенції їх негативним наслідкам. Такий підхід повинен включати: системний аналіз специфіки взаємодії макроекономічних чинників (грошово-кредитної політики, інвестиційної активності, технологічного розвитку та структурних змін в економіці), врахування їх багаторівневого впливу на економічну систему (короткострокові чи довгострокові наслідки), врахування специфіки сучасних економічних умов при розробленні інструментів превенції їх негативних наслідків (посилення глобалізаційних та інтеграційних процесів, зростання ролі інституційних факторів).

Застосування такого підходу дозволить забезпечити більш ефективне розуміння природи економічних флуктуацій, їх ролі у функціонуванні економічних систем та розробленню механізмів мінімізації їх деструктивного впливу на розвиток економіки.

Однією із характерних особливостей економічних флуктуацій є відсутність однозначного розуміння їх ролі в економічному розвитку країни. З одного боку, вони створюють значні виклики для забезпечення та підтримки стабільності економічної системи, спричиняючи періоди рецесії, зростання безробіття, інфляційного тиску та фінансової нестабільності, а з іншого боку, вони виконують функцію адаптації економічної системи до змін внутрішнього та зовнішнього середовища, сприяючи перерозподілу ресурсів, розвитку інновацій та підвищенню адаптації економічної системи до нових умов.

Таблиця 1.1 – Підходи до вивчення економічних флуктуацій та їх основні характеристики

Підхід	Основна концепція	Причини	Наслідки та механізми превенції
Класична школа	Економічні флуктуації — короткострокові відхилення від рівноважного стану економічної системи. Економіка є саморегулюючою системою.	Зміни у внутрішньому чи зовнішньому середовищі.	Гнучкість цін і заробітної плати дозволяє системі самостійно адаптуватися без втручання держави.
Кейнсіанський підхід	Флуктуації виникають через зміни сукупного попиту та пропозиції. Державне регулювання допомагає згладити коливання.	Недостатній сукупний попит, зовнішні шоки, нерівновага між попитом і пропозицією.	Використання фіскальної та монетарної політики для стимулювання сукупного попиту.
Теорія реальних бізнес-циклів	Економічні флуктуації - наслідок впливу екзогенних шоків (технологічні зміни, природні катастрофи).	Шоки продуктивності та зміни міжчасового розподілу ресурсів («праця-дозвілля»).	Економічна адаптація через зміну розподілу праці та дозвілля; мінімізація шоків за рахунок ефективної адаптації агентів.
Монетарний підхід	Флуктуації - результат монетарних маніпуляцій, які спотворюють ринкові сигнали та порушують рівновагу.	Нестабільність грошової маси, штучне зниження чи збільшення грошової маси, зміни в рівнях інфляції та відсоткових ставок.	Реалізація нейтральної монетарної політики для зниження економічних коливань; стабільність грошової маси.
Австрійська школа	Кредитна експансія штучно знижує відсоткові ставки, викликаючи викривлення ринкових сигналів.	Надмірні інвестиції в довгострокові проекти, зниження заощаджень через стимулювання споживання.	Використання ринкових механізмів регулювання без активного втручання центральних банків.
Комплексний підхід	Економічні флуктуації мають багатовимірну природу, що вимагає системного підходу до їх вивчення.	Комбінація грошово-кредитної політики, технологій, попиту, інституційних факторів та глобальних процесів.	Системний аналіз взаємодії макроекономічних факторів, оцінка їх коротко- та довгострокових наслідків, розробка превентивних заходів.

Джерело: узагальнено автором

Досить часто економічні флуктуації розглядаються як інструмент стимулювання довгострокового розвитку країни. Так, під час кризових періодів економічні агенти змушені шукати нові способи оптимізації та впроваджувати інноваційні технології, що позитивно впливає на інноваційний та інвестиційний розвиток країни.

Економічні флуктуації визначають набір інструментів, методів та напрямків реалізації економічної політики країни, які формуються під впливом комплексу чинників, що обумовлюють поточний стан макроекономічного середовища в країні. До таких чинників належать рівень інфляції, обсяги виробництва, рівень безробіття, стан фінансових ринків та інші ключові макроекономічні параметри.

Важливим аспектом формування економічної політики є очікування економічних агентів щодо майбутнього розвитку макроекономічної ситуації в країні, рішень уряду та центрального банку, а також змін у міжнародному економічному середовищі. Ці очікування суттєво впливають на економічну поведінку суб'єктів, визначають ефективність запроваджених заходів, впливають на процес формування та корегування державної економічної політики з метою стабілізації економіки, забезпечення її фінансової стабільності та стимулювання економічного зростання.

Одним із важливих факторів, що здійснюють прямий вплив на розвиток суб'єктів економічної системи є економічні флуктуації. В умовах економічних підйомів чи спадів центральні банки здійснюють корегування своєї монетарної політики для стабілізації економічної активності в країні, контролю за інфляцією, підтримки рівня зайнятості тощо.

З метою визначення особливостей розвитку економічних систем в умовах флуктуацій та механізмів, за допомогою яких уряд може впливати на ці коливання, проведемо аналіз поняття «флуктуації» та його ролі в макроекономічних процесах.

Виникнення економічних флуктуацій може бути зумовлено низкою чинників, характер та тривалість прояву яких зумовлює виділення різних видів флуктуацій в економіці:

1) Циклічні флуктуації, що пов'язані з економічними циклами. Вони характеризуються регулярними коливаннями економічної активності, споживчого попиту, обсягів кредитування та інвестицій.

Дані бізнес-цикли характеризують підйоми чи спади економічної активності в країні, і, як правило, розділяються на декілька основних фаз:

– Фаза піднесення (зростання). Під час даної фази відбувається активний розвиток економіки та зростання основних її показників (ВВП, обсяг доходів, рівень зайнятості тощо) темпами, що перевищують показники попереднього періоду. Як правило для даної фази характерним є високий рівень довіри споживачів і бізнесу, зростання обсягів інвестицій і споживчих витрат. Відбувається зростання ефективності бізнесу, розширення виробництва, і як результат, зростання попиту на робочу силу, що позитивно позначається на рівні безробіття і сприяє подальшому економічному зростанню країни.

– Фаза пожвавлення. Ця фаза характеризується високим рівнем ділової активності, максимізацією значень основних макроекономічних показників. У той же час, особливістю даної фази є перевищення попиту над пропозицією: промислове піднесення призводить до зростання попиту на позичковий капітал, який перевищує пропозицію, що своєю чергою, спричиняє підвищення норми процента. Зростання споживчих витрат супроводжується перевищенням попиту на товари та послуги над їх пропозицією, що призводить до зростання цін та інфляційного тиску.

– Фаза депресії. Зростання норми процента, рівня інфляції та цін призводить до зниження споживчого попиту, інвестиційної активності та застою виробництва. Дана фаза характеризується низькою економічною активністю, що потребує реалізації активних заходів з боку уряду для її стимулювання.

– Фаза рецесії. Дана фаза є логічним продовженням фази депресії і характеризується ще більшим зниженням економічної активності, скороченням

та уповільненням виробництва, зростанням рівня безробіття та погіршенням матеріального стану населення. Характерною особливістю даної фази є погіршення споживчих настроїв у суспільстві, падіння темпів економічного зростання та інвестиційної активності.

– Фаза кризи (спаду). Дана фаза є завершенням поточного циклу і початком наступного. Вона характеризується суттєвим скороченням виробництва, ліквідацією підприємств та закриттям бізнесу. Це призводить до зростання рівня безробіття та соціальної напруженості в країні, скорочення споживчого попиту та інвестиційної активності.

2) Сезонні флуктуації, які являють собою коливання, зумовлені сезонними змінами в економіці, які мають регулярний характер. Дані зміни пов'язані з погодними умовами та порами року (збирання урожаю, попит на туристичні послуги влітку), святковими періодами тощо. Регулярний характер сезонних флуктуацій зумовлює потребу у врахуванні наслідків їх впливу на основні макроекономічні показники під час розроблення та реалізації монетарної політики НБУ. Це сприяє превенції надмірної волатильності в економіці та забезпеченню її стабільності у середньостроковій та довгостроковій перспективах.

3) Структурні флуктуації, які пов'язані зі зміною структури виробництва. Вони є результатом довготривалих змін у технологічних процесах виробництва, попиті на товари та послуги, умовах здійснення міжнародної торгівлі тощо. Структурні флуктуації можуть бути спричинені зміною в міжнародних ланцюгах поставок, уподобаннями споживачів, переходом на більш екологічні технології тощо. Як правило, цей тип флуктуацій має довготривалий характер і потребує розробки стратегій адаптації до нових умов як з боку бізнес-структур, так і з боку уряду. Ці стратегії можуть включати заходи зі стимулювання розвитку інновацій, розроблення нових заходів зі стимулювання експорту, пошуку нових ланцюгів поставок тощо.

4) Шокові флуктуації, являють собою непередбачувані зміни в економіці, що виникають під впливом зовнішніх (природні катастрофи, міжнародні кризи,

торговельні війни, глобальні пандемії тощо) та внутрішніх (політична нестабільність) факторів. Цей вид флуктуацій здійснює значний вплив на економічну стабільність країни та її макроекономічні показники. Це зумовлено їх раптовим та непередбачуваним характером, складністю прогнозування цих змін і необхідністю своєчасної розробки та реалізації заходів щодо їх превенції.

Зазначені вище види флуктуацій здійснюють негативний вплив на економічний розвиток країни та на ключові показники її розвитку.

Крім зазначеного підходу, можна виділити декілька основних критеріїв класифікації економічних флуктуацій:

За часовим горизонтом економічні флуктуації можна поділити на короткострокові (циклічні), середньострокові (структурні) та довгострокові (системні зрушення). Короткострокові економічні флуктуації можуть бути спричинені змінами попиту та пропозиції, сезонними коливаннями, тимчасовими шоками та тривати від кількох місяців до кількох років.

Для середньострокових флуктуацій характерним є те, що вони тривають від кількох років до десятиліття та пов'язані зі структурними змінами в економіці. Вони можуть бути спричинені коливаннями інвестиційного циклу, інституційними реформами, модернізацією виробництва тощо. Такі флуктуації часто проявляються у вигляді циклів капіталовкладень, які впливають на розвиток окремих секторів економіки.

Крім того, середньострокові флуктуації можуть виникати як реакція економіки на зміни у зовнішньоторговельних умовах, зростання продуктивності праці або адаптацію до змін у світовій кон'юктурі. Важливою особливістю цього типу флуктуацій є те, що вони можуть створювати як додаткові можливості, так і спричиняти появу нових загроз і викликів для стабільного функціонування економіки.

Такі флуктуації мають більш масштабний характер, але є менш радикальними, ніж довгострокові системні зрушення.

Довгострокові (системні) економічні флуктуації можуть тривати від кількох десятиліть до століть і бути спричинені глибокими структурними та фундаментальними змінами у функціонуванні економічних систем (виробництві, інституційних структурах тощо). Вони здійснюють більш суттєвий вплив на розвиток економічних систем і визначають основні вектори їх розвитку. До основних чинників виникнення довгострокових (системних) економічних флуктуацій належать впровадження нових технологій, перехід до нових способів виробництва, інституційні трансформації, зумовлені змінами політичних, правових та фінансових систем, зміни у структурі населення, міграційні процеси, зростання міжнародної інтеграції та глобалізація торгівлі.

За причинами виникнення можна виділити ендогенні (внутрішні зміни в економіці, такі як інвестиційні цикли, зміни у споживчому попиті, зміни в продуктивності праці, технологічні цикли) та екзогенні (виникають внаслідок впливу зовнішніх факторів: природні катастрофи, геополітичні конфлікти, коливання на світових ринках, пандемії та епідемії тощо).

За амплітудою коливань їх можна поділити на малі (помірні коливання економічних показників), середні та великі (глибокі кризи та різкі підйоми). Мікроцикли характеризуються локальним впливом, що обмежений певними секторами, галузями чи географічними регіонами. Незважаючи на те, що їх вплив на економічну стабільність є незначним, він все рівно може викликати зміни у поведінці економічних агентів на мікрорівні. Причинами мікроциклів слугують сезонні коливання, збої у постачанні сировини чи зміни споживчого попиту.

Мезоцикли охоплюють значну частину економічної системи, але не поширюються на всю економіку. Досить часто вони пов'язані з галузевими циклами або змінами в окремих секторах економіки (технологічні зміни, запуск державних програм, зміни в обсягах капіталовкладень тощо).

На відміну від попередніх видів, макроцикли охоплюють всю національну економіку, мають більш довгостроковий і масштабний характер (глобальні кризи, технологічні прориви, зміни у світовій фінансовій системі тощо).

За географічним охопленням можна виділити локальні, регіональні та глобальні флуктуації. Локальні економічні флуктуації обмежуються лише впливом на економіку окремої країни або навіть регіону, виникають, як правило, унаслідок впливу специфічних внутрішніх факторів і не позначаються на функціонуванні глобальної економічної системи. До причин локальних економічних флуктуацій належать політична нестабільність всередині країни, локальні природні катастрофи, кризи у фінансовій системі тощо.

Регіональні економічні флуктуації характеризуються більшою масштабністю (охоплюють кілька країн, об'єднаних спільними економічними умовами) та економічними наслідками. Дані флуктуації, як правило, можуть бути зумовлені геополітичними конфліктами або санкціями по відношенню до конкретних країн, спільними економічними проблемами, коливаннями цін на товари тощо. Мінімізація наслідків регіональних економічних флуктуацій передбачає реалізацію узгодженої монетарної політики, налагодження співпраці для стабілізації фінансових ринків тощо.

Глобальні економічні флуктуації здійснюють вплив на економічні системи всіх або більшості країни світу. Вони є наслідком масштабних шоків або змін в економіці, що носять транснаціональний характер. Серед найбільш відомих глобальних економічних флуктуацій є глобальна фінансова криза 2008-2009 років, зумовлена крахом ринку нерухомості США та пандемія COVID-19, що характеризувалася скороченням міжнародної торгівлі та різким падінням глобального попиту. Превенція даних флуктуації та мінімізація деструктивних наслідків їх впливу передбачає налагодження співпраці через міжнародні організації (Світовий банк, Міжнародний валютний фонд тощо), узгодження провідними економіками світу своєї монетарної політики, спільне формування переліку антикризових заходів для підтримки країн, що найбільше постраждали.

Узагальнення підходів до класифікації економічних флуктуацій наведено на рисунку 1.1.

ЕКОНОМІЧНІ ФЛУКТУАЦІЇ

<p>ЦИКЛІЧНІ – пов'язані з економічними циклами в економіці та характеризуються регулярними коливаннями економічної активності, споживчого попиту, кредитної та інвестиційної активності.</p> <p>СЕЗОННІ – коливання, що зумовлені сезонними змінами в економіці, які носять регулярний характер.</p> <p>СТРУКТУРНІ – результат довготривалих змін у технологічних процесах та технологіях виробництва, попиті на товари та послуги, умовах здійснення міжнародної торгівлі тощо.</p>	За причинно-детермінованою ознакою	<p>КОРОТКОСТРОКОВІ – коливання, які виникають внаслідок тимчасових змін у сукупному попиті або пропозиції, сезонних факторів, спекулятивних процесів чи невеликих шоків у фінансовій або товарній сферах, що тривають від кількох місяців до кількох років та характеризуються короткостроковим впливом на основні макроекономічні показники.</p> <p>СЕРЕДНЬОСТРОКОВІ – коливання, які виникають у результаті структурних змін в економіці, впровадження нових технологій, змін у регуляторному середовищі чи інших чинників, що потребують більше часу для адаптації економічної системи, тривають від кількох років до десятиліть.</p> <p>ДОВГОСТРОКОВІ – зміни в економічній активності, що тривають від кількох десятиліть до століть і пов'язані з фундаментальними зрушеннями у структурі економіки, технологіях, демографії, ресурсних обмеженнях або інституційних умовах.</p>
<p>МІКРОЦИКЛИ – помірні короткострокові коливання, тривалістю від декількох днів до декількох місяців, що характеризуються незначними змінами в економічній активності на рівні окремих секторів, регіонів чи компаній і зазвичай не мають значного впливу на макроекономічні показники.</p> <p>МЕЗОЦИКЛИ – середньострокові економічні цикли, які тривають від кількох місяців до кількох років, охоплюють значну частину економічної системи, але не поширюються на всю економіку.</p> <p>МАКРОЦИКЛИ – довгострокові економічні цикли, які тривають від кількох десятиліть до століть і охоплюють зміни в масштабах усієї національної чи глобальної економіки, є результатом фундаментальних змін у структурі економіки, технологіях, суспільно-політичному устрої або природних умовах, що формують довгострокові тренди розвитку.</p>	За амплітудою коливань	<p>ЕНДОГЕННІ – це коливання економічної активності, що виникають у результаті внутрішніх процесів і властивостей економічної системи.</p> <p>ЕКЗОГЕННІ – коливання економічної активності, спричинені раптовими змінами у зовнішньому середовищі, які не залежать від внутрішньої динаміки економічної системи країни та часто є непередбачуваними.</p>
<p>ЛОКАЛЬНІ – коливання, що обмежуються впливом на економіку окремої країни або навіть регіону, виникають, як правило унаслідок впливу специфічних внутрішніх факторів і не позначаються на функціонуванні глобальної економічної системи</p> <p>РЕГІОНАЛЬНІ – коливання економічної активності, що виникають у межах окремого регіону та можуть бути зумовлені як його внутрішніми особливостями, так і його взаємодією з іншими регіонами або зовнішнім середовищем</p> <p>ГЛОБАЛЬНІ – масштабні коливання економічної активності, що здійснюють вплив на економічні системи всіх або більшості країн світу та є наслідком масштабних шоків або змін в економіці, що носять транснаціональний характер</p>	За географічним охопленням	<p>ПОЗИТИВНІ (економічні імпульси) – відхилення економічної активності, які сприяють покращенню макро- та мікроекономічних показників, стимулюють зростання економіки та створюють сприятливі умови для її розвитку</p> <p>НЕГАТИВНІ (економічні шоки) – коливання економічної активності, які мають несприятливі наслідки для економіки, такі як зниження виробництва, скорочення робочих місць, зменшення доходів і дестабілізація основних макроекономічних показників.</p> <p>ЗМІШАНІ – коливання, які виникають у результаті взаємодії як ендогенних, так і екзогенних чинників, створюючи комбінований вплив на економічну систему, що поєднують елементи регулярних циклів, сезонності та раптових шоків, а їх наслідки можуть бути як позитивними, так і негативними, залежно від характеру впливу.</p>
	За часовим горизонтом	
	За причинами виникнення	
	За наслідками впливу	

Рисунок 1.1 – Класифікація економічних флуктуацій

Джерело: розроблено автором

Таким чином, результати проведеного аналізу засвідчують циклічний характер економічних флуктуацій (періодичність коливань економічної активності), їх дуалістичну природу (одночасна здатність створювати ризики для стабільності економічної системи та сприяти її адаптивності і динамізму), асиметричність (нерівномірність тривалості та інтенсивності фаз зростання та спаду) та амплітудність (варіативність у масштабах та глибині економічних коливань).

1.2 Передумови та наслідки виникнення економічних флуктуацій

Сучасні виклики, пов'язані з російським вторгненням в Україну, зумовлюють актуальність дослідження екзогенних шоків, що виникали в різні історичні періоди, а також необхідність визначення спільних рис та умов, які визначали їх вплив на економічні системи. Це дозволить ідентифікувати їхні спільні закономірності, наприклад, вплив на державні витрати, поведінку споживачів чи глобальні ланцюги поставок, та розробити інструментарій реалізації державної політики в сфері забезпечення стійкості економічних систем та протидії поточним викликам.

Проблемі ідентифікації екзогенних шоків у різні історичні періоди присвячені праці значної кількості науковців, зокрема Б. Бернанке, Д. Гамільтона, К. Рогофа, О. Бланшара, Р. Барскі. Їхні роботи спрямовані на поглиблення розуміння механізмів виникнення екзогенних шоків, їх впливу на економічні системи та можливості адаптації до них.

Значна частина наукової літератури зосереджена на аналізі тенденцій розвитку екзогенних шоків. Наприклад, дослідження Е. Двіра та К. Рогоффа [35], Дж. Гамільтона [53] присвячені нафтовим шокам, які здійснювали суттєвий вплив на світову економіку.

Однією із ключових причини значних змін цін на нафту дослідники вважають зовнішньополітичні події на Близькому Сході. Проте історичний

досвід демонструє, що значне підвищення цін на нафту може відбуватися навіть за відсутності таких потрясінь. Наприклад, зростання реальної ціни на нафту у період з березня 1999 року по листопад 2000 року було значним, незважаючи на відсутність суттєвих військових конфліктів на Близькому Сході у цей період. Крім того, більшість країн зазначеного регіону, які раніше брали участь у військових діях під час нафтових шоків (Єгипет, Йорданія, Сирія, Ірак), навіть не належали до найбільших виробників нафти [8].

Е. Двір та К. Горофф [35] виділяють декілька етапів у формуванні ціни на нафту. На основі аналізу емпіричних даних автори прийшли до висновку, що у період з 1861 по 1878 роки ціни на нафту характеризувалися одночасно стійкістю та нестабільністю. З 1878 по 1934 роки вони були менш стійкими, але демонстрували більшу стабільність. У період 1934 по 1972 роки спостерігалася подальша стабілізація цін на нафту, а починаючи з 1972 року вони знову демонстрували стійкість та нестабільність, хоча вже й не досягли рівнів 1878 року.

Серед аналізованих періодів лише 1934 рік безпосередньо пов'язаний із значними відкриттями родовищ нафти, зокрема, у Східному Техасі. Інші періоди характеризувалися значними технологічними та географічними зрушеннями, які спричинили зміну структури нафтового ринку. У 1878 році розпочалося будівництво першого магістрального трубопроводу, що припинило монополізацію залізниць на транспортування нафти. А у 1970 році досягнення піку видобутку на нафтовому родовищі Східного Техасу завершило епоху контролю США над надлишковими запасами нафти. Це стало сигналом для зростання популярності картелю ОПЕК.

Автори зазначають, що в періоди, коли ціни на нафту демонстрували одночасно стійкість і значну нестабільність, існували дві ключові умови: обмежений доступ до поставок та аномально високий попит. Зокрема, у 1973 році країни ОПЕК скористалися війною між Ізраїлем, Сирією та Єгиптом для різкого обмеження постачання нафти, що спричинило значне зростання цін. Ці події відбувались з одночасним збільшенням попиту з боку країн Східної Азії,

які перебували у процесі швидкої індустріалізації: спочатку Японії, потім Тайваню і Південної Кореї, а згодом, Китаю [35].

На думку Дж. Гамільтона [53], взаємозв'язок зміни цін на нафту з індустріалізацією країн Східної Азії проявився під час кризи 1997-1998 років. Влітку 1997 року Таїланд, Південна Корея та деякі інші країни регіону зазнали спекулятивної атаки на свої валюти та серйозного тиску на фінансові системи. Інвестиційна невизначеність призвела до зниження доларових цін на нафту, які досягли 12 доларів за барель до кінця 1998 року. У реальному вираженні це був найнижчий рівень цін на нафту з 1972 року. Однак зазначена криза виявилася відносно короткотривалою. Країни регіону швидко відновили процес індустріалізації, що стимулювало зростання світового споживання нафти і повернення ціни на нафту до рівня початку 1997 року вже до кінця 1999 року.

Окрема група авторів акцентує увагу на непередбачуваному впливі екзогенних шоків на економічні показники в контексті впливу цін на нафту на ВВП та рівень інфляції [15, 20]; взаємозв'язку шоків з показниками розвитку економічних систем у період Азійської фінансової кризи [125].

Так, одним з найбільш незвичайних аспектів азіатської кризи є значна її непередбачуваність для учасників ринку. Традиційні попереджувальні сигнали (дефіцит платіжного балансу, завищені обмінні курси тощо) загалом ігнорувалися або недооцінювалися. Високий рівень припливу міжнародного капіталу чинив значний тиск на слаборозвинені фінансові системи, які були неготовими до таких обсягів іноземного фінансування. Комерційні банки, які були посередниками у швидкому зростанні обсягів зовнішнього фінансування, зіткнулися зі значними інституційними обмеженнями, що стримувало їх здатність до ефективного управління ризиками. Центральні банки, в свою чергу, намагалися регулювати та контролювати діяльність комерційних банків, але темпи інституційних змін не відповідали високим рівням міжнародного руху капіталу.

Передумовою азіатської кризи була різка зміна очікувань інвесторів, яка відбулася одночасно в декількох країнах регіону. Наприклад, міжнародний

приплив капіталу залишався значним протягом 1996 року, а у більшості країн тривав до середини 1997 року. Винятками були фондові ринки Таїланду та Південної Кореї, де проблеми з припливом капіталу почалися у 1996 році. У Малайзії як банківські установи, так і інвестори демонстрували оптимізм до 1997 року, підтримуючи приплив капіталу навіть на тлі зростання ризиків. В Індонезії фондовий ринок і банківський сектор стабільно функціонували до середини 1997 року, коли ситуація почала стрімко змінюватися.

Подальший відтік капіталу призвів до суттєвого скорочення ліквідності та різкого зростання процентних ставок. Це створило критичні умови для компаній, які до кризи були прибутковими, але мати труднощі з отриманням додаткового капіталу або збереження прибутковості в умовах значно вищих витрат на обслуговування боргу. Крім того, відсутність чіткого законодавства та правових механізмів врегулювання питань банкрутства призвела до відкликання інвестицій з боку інвесторів, які остерігалися втрат через неможливість стягнути безнадійні кредити [125].

Окремої уваги заслуговує робота Г. Селгіна [135], яка присвячена аналізу фіскальних стимулів у контексті боротьби з наслідками пандемії COVID-19. Автор акцентує увагу на можливих негативних наслідках державної політики, що проводиться без належного розуміння природи екзогенного шоку та каналів його впливу на економічних агентів.

Значний науковий доробок з питань боротьби з економічними шоками та флуктуаціями зроблено керівниками та функціонерами центральних банків. Зокрема, варто відзначити роботи Т. Джордана [62] та Х. Олссон [116], які присвячені аналізу глобальних інфляційних тенденцій, спричинених російським вторгненням на територію України.

Однак, незважаючи на значний масив наукових праць з досліджуваної тематики, більшість з них, як правило, присвячені аналізу окремих аспектів, що не дає змогу ґрунтовно дослідити специфіку різних за змістом екзогенних шоків. Враховуючи сучасні виклики, з якими стикаються центральні банки, виникає нагальна потреба у більш комплексному дослідженні екзогенних шоків,

виділенні їх спільних характеристик незалежно від історичного періоду їх виникнення та впливу на монетарну політику.

Нафтові шоки. Аналізуючи взаємозв'язок значного та непередбачуваного зростання цін на нафту з реальними економічними показниками, дослідники зазначають, що багато періодів економічної рецесії історично збігалися зі зростанням цін на нафту. Однак, на відміну від 1980-х та 1990-х років, коли більшість наукових досліджень пов'язувала збільшення ціни на нафту з економічною рецесією, останнє зростання цін (початок 2000-х років) мало порівняно незначні наслідки для світової економіки. Зростання цін на нафту в цей період не спричинило різкого економічного спаду, на відміну від попередніх епізодів. Причинами відносно «м'якого» впливу нафтового шоку, на думку авторів, є застосування центральними банками адаптаційної монетарної політики [76].

Деякі дослідники зазначають, що нафтові цінові шоки, як правило, призводять до зниження доданої вартості, оскільки фірми відкладають інвестиційні рішення, намагаючись визначити, чи підвищення цін на нафту носить постійний чи тимчасовий характер. Однак, як зазначено у науковій літературі, навіть за умови виникнення такого ефекту «очікування», його вплив є мінімальним. Крім того, відсутні вагомі емпіричні докази того, що нафтові цінові шоки пов'язані з вищими темпами інфляції та впливають на темпи економічного зростання. Це пояснюється тим, що частка енергоносіїв у структурі ВВП є незначною, що обмежує їх макроекономічний вплив [8].

На основі аналізу впливу нафтових шоків на економічне зростання США, Дж. Гамільтон [54], базуючись на дослідженні значного масиву емпіричних даних, прийшов до висновку, що зниження цін на нафту може сприяти покращенню прогнозів щодо зростання реального виробництва в США. Однак зазначені результати не носять універсального характеру, оскільки історичний досвід демонструє наявність винятків та зворотних ефектів. Наприклад, різке зниження цін на нафту в середині 1980-х років не супроводжувалося економічним бумом. Навпаки, цей період пов'язаний з рецесією у

нафтовидобувних штатах, де економіка зазнала серйозних втрат через скорочення інвестицій у видобувну галузь.

Визначаючи вагому роль монетарної політики у боротьбі з наслідками нафтових шоків, Б. Бернанке та ін. [15] зазначають, що екзогенне підвищення цін на нафту, як правило, має передбачуваний вплив на економіку: скорочення обсягів виробництва, зростання рівня цін і посилення грошово-кредитної політики у відповідь на інфляційний тиск.

Проте, автори наголошують на тому, що витрати на нафту та енергоносії становлять лише незначну частину загальних витрат на виробництво, а отже, вони не можуть повністю пояснити повне зупинення виробництва, яке спостерігалось у деяких випадках після підвищення цін на нафту.

Таким чином, автори висувають гіпотезу про те, що рецесійний ефект від підвищення цін на нафту є частиною наступного циклу скорочення грошової маси. Як наслідок, автори стверджують, що вплив нафтових шоків на економіку обумовлений не лише підвищенням цін як таких, а є результатом посилення монетарної політики.

Аналізуючи зміну реакцій на нафтові шоки з 1970-х років, О. Бланшар та Дж. Галі зазначають, що починаючи з 1970-х років макроекономісти розглядали зміни цін на нафту як важливе джерело економічних коливань [20]. Дане сприйняття значною мірою пояснювалось двома епізодами, які характеризувалися низькими темпами економічного зростання, високими рівнями безробіття та інфляції, які були характерні для більшості індустріальних економік у середині та наприкінці 1970-х років. Найбільш поширена точка зору полягала в обґрунтуванні суттєвої ролі зростання цін на нафту, спричиненого війною Ізраїля з Сирією та Єгиптом 1973 року та Іранською революцією 1979 року, у виникненні даних криз.

Однак, події початку 2000-х років поставили під сумнів актуальність такого трактування нафтових шоків як суттєвого чинника економічних коливань. Два нафтові шоки кінця 1990-х років, які за масштабом можна порівняти з шоками 1970-х років, не призвели до подібних макроекономічних наслідків. На

відміну від нафтових шоків 1970-х років, темпи зростання ВВП та рівня інфляції у більшості промислово розвинених країн світу залишалися відносно стабільними. Однією з гіпотез, що пояснює пом'якшення нафтових шоків, є припущення про однакові наслідки зростання цін на нафту у різних періодах, та про те, що вони відбувалися одночасно з великими потрясіннями іншого характеру (наприклад, велике зростання цін на інші товари у 1970-х роках, зростання продуктивності праці). Такі збіги, на думку авторів, могли суттєво спотворити будь-яку оцінку реального впливу нафтових шоків, приписуючи їм необґрунтовано велику роль у виникненні економічних коливань.

Наведена динаміка зміни цін на нафту West Texas Intermediate у періоди з 1971 по 1982 роки (таблиця 1.2) та з 1997 по 2008 роки (таблиця 1.3) демонструє високу волатильність цін на нафту, що почалася у січні 1974 року, травні 1979 року, березні 1999 року, липні 2004 року та липні 2007 року і вплинула як на глобальні енергетичні ринки, так і економіку загалом.

Таблиця 1.2 – Ціна за барель нафти West Texas Intermediate з 1971 по 1982 роки (дол. США, скоригована з урахуванням інфляції)

Рік/міс.	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
1	27,59	26,71	25,77	66,91	66,07	61,9	73,28	73,28	67,06	128,83	134,71	110,72
2	27,52	26,59	25,59	66,06	65,57	66,49	72,54	72,81	70,74	144,63	133,34	102,89
3	27,45	26,52	25,36	65,23	65,31	66,76	72,04	72,25	70,04	146,3	132,43	92,96
4	27,38	26,46	25,18	64,96	65,06	66,91	71,45	71,68	69,25	150,42	131,52	108,71
5	27,24	26,39	25,01	64,16	64,69	66,44	71,10	71,01	78,08	148,92	130,49	115,66
6	27,04	26,33	24,84	63,63	64,21	66,08	70,63	70,24	81,48	147,3	122,54	111,52
7	26,98	26,21	24,78	63,12	63,5	65,73	70,28	69,71	91,76	147,3	121,21	108,05
8	26,91	26,14	29,48	62,36	63,39	65,39	74,83	69,39	110,74	140,68	120,28	107,18
9	26,91	26,08	29,41	61,62	63,04	74,42	74,59	68,87	117,82	132,19	119,12	112,23
10	26,85	25,96	29,15	67,36	62,7	74,05	74,35	68,25	118,93	130,93	115,57	112,07
11	26,85	25,9	28,96	66,84	62,24	73,92	74,00	67,95	125,95	129,85	118,51	107,47
12	26,71	25,83	28,77	66,32	62,02	73,66	73,75	67,66	130,68	132,24	114,84	100,24

Джерело: складено автором за даними [166]

Дані коливання підтверджують, що нафтові шоки є значним драйвером глобальних економічних флуктуацій, впливаючи на темпи економічного зростання, інфляцію та структуру торгівлі.

Таблиця 1.3 – Ціна за барель нафти West Texas Intermediate з 1997 по 2008 роки (дол. США, скоригована з урахуванням інфляції)

Рік/міс.	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
1	46,83	32,85	23,93	50,5	50,47	33,91	56,87	55,03	77,94	105,62	88,61	134,05
2	39,22	29,41	23,01	55,26	48,04	37,72	61,63	59,88	83,21	95,31	93,67	148,38
3	39,35	29,67	31,32	48,47	46,01	45,38	51,96	58,86	88,42	102,88	98,94	146,68
4	38,9	29,21	34,63	46,33	49,61	46,8	43,29	61,34	78,81	110,05	98,04	162,93
5	40,21	28,79	31,26	52,16	49,25	43,41	49,69	65,04	82,48	108,57	94,93	181,35
6	38,1	26,83	35,8	58,14	45,49	46,04	50,69	60,24	89,61	112,37	104,61	197,26
7	38,71	26,86	37,98	48,96	45,80	46,26	51,22	71,31	95,58	112,79	115,83	173,96
8	37,61	25,17	40,82	59,12	47,27	49,47	52,75	68,57	108,24	106,3	109,8	162,57
9	40,52	30,42	45,02	54,77	40,53	51,89	48,62	80,62	102,74	95,62	120,78	141,9
10	40,24	27,12	39,89	57,98	36,77	46,3	48,53	83,64	92,51	89,74	139,53	91,56
11	36,58	21,1	45,07	59,9	33,81	45,74	50,85	79,34	89,48	96,65	130,14	79,03
12	33,73	22,68	46,92	47,52	34,62	53,2	54,41	70,43	95,65	93,28	140,9	65,43

Джерело: складено автором за даними [166]

До найбільш ключових подій, що обумовили зростання цін на нафту належать:

- Нафтова криза 1973 року, яка виникнула внаслідок ембарго ОПЕК на постачання нафти до країн, що підтримували Ізраїль у війні. Це сприяло суттєвому підвищенню світових цін на нафту.
- Іранська революція 1979 року, що спричинила значні перебої у постачанні нафти, скоротила експорт іранської нафти і, відповідно, сприяла появі дефіциту на світовому ринку.
- Азійська фінансова криза 1997-1998 років, що спричинила надлишкову пропозицію нафти на ринку і сприяла зниженню ціни на неї до рекордного рівня.

- Геополітична нестабільність на Близькому Сході у 2004 році, що спричинила зростання попиту на нафту з боку Китаю та інших країн, що швидко розвиваються.
- Збільшення попиту на енергоносії, обмеження видобутку нафти та спекулятивна активність на ринку нафти у 2007 році спричинило різке зростання цін у липні 2007 року.

Аналіз співвідношення даних щодо змін цін на нафту з динамікою зростання ВВП на прикладі Великобританії (рисунок 1.2), дозволяє зробити висновок про те, що нафтові шоки 1974 та 1979 років мали суттєвіші економічні наслідки (наприклад, різке скорочення ВВП Великобританії), ніж події 1990-х та 2000-х років.

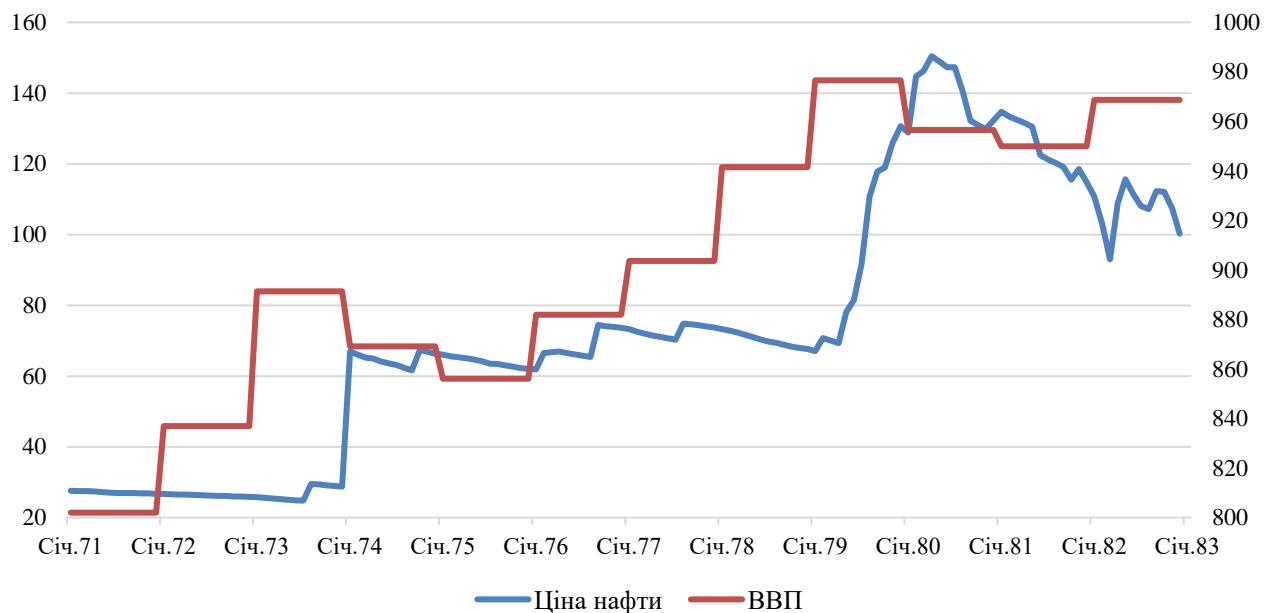


Рисунок 1.2 – Динаміка цін на нафту та ВВП Великобританії за період 1971-1982 років

Джерело: побудовано автором за даними [167]

Наведена на рисунках 1.2 та 1.3 динаміка демонструє, що зростання цін на нафту, спричинене нафтовими шоками 1974 та 1979 років, здійснило значний негативний вплив на динаміку ВВП Великобританії. Це свідчить про високу залежність економіки даної країни від енергоресурсів. Водночас у наступні періоди (1990-ті та 2000-ті роки) аналогічні шоки мали значно слабший ефект на

показники макроекономічного розвитку. Це пояснюється структурними змінами в економіці, диверсифікацією енергетичних ресурсів та підвищенням ефективності економічної політики того періоду, спрямованої на мінімізацію наслідків зовнішніх шоків.

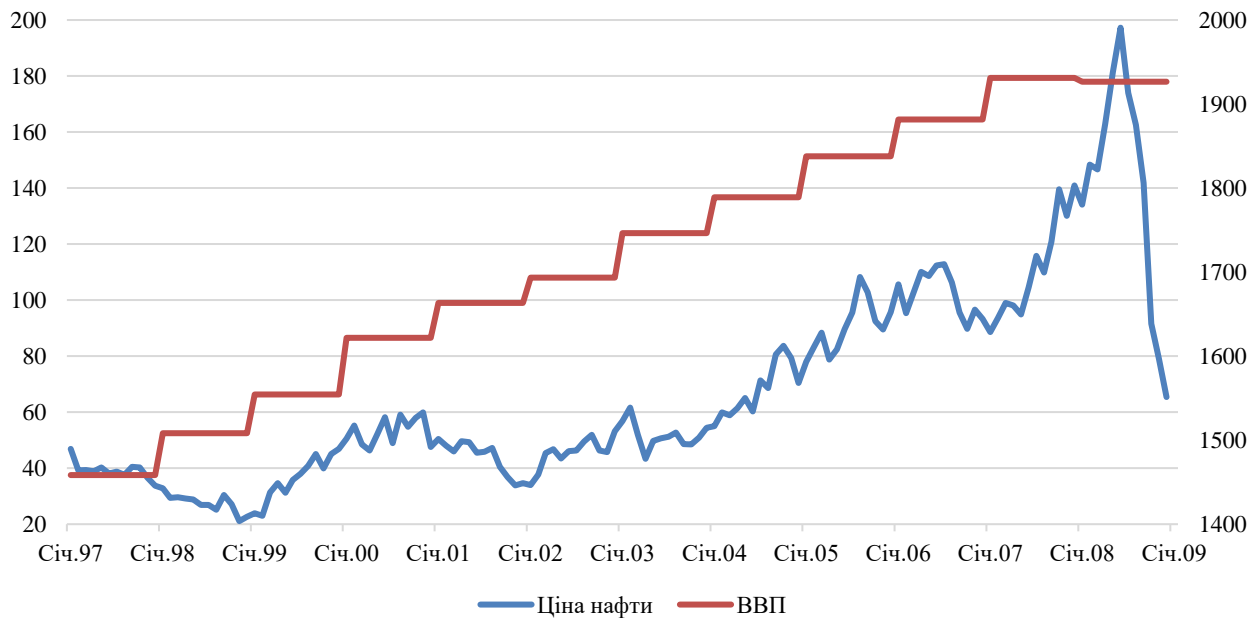


Рисунок 1.3 – Динаміка цін на нафту та ВВП Великої Британії за період 1997-2008 років

Джерело: складено за даними [167].

О. Бланшар та Дж. Галі виділяють низку ключових факторів, що сприяли пом'якшенню впливу нафтових шоків на економічну стабільність [20]:

1. Синхронність з іншими шоками. Шоки цін на нафту часто збігалися у часі з великими шоками іншого характеру, що впливало на сприйняття їх наслідків. До таких шоків можна віднести зростання цін на інші товари чи глобальні зміни на фінансових ринках.

2. Зниження впливу на економічні показники. Наслідки значного зростання цін на нафту з часом здійснювали дедалі менший вплив на ціни, реальні заробітні плати, виробництво та зайнятість.

3. Зменшення жорсткості реальної заробітної плати. У 1970-х роках жорсткість реальної заробітної плати була однією із причин виникнення стагфляції як відповіді на несприятливі шоки пропозиції.

4. Підвищення довіри до монетарної політики. Зростання довіри до центральних банків та їх політики було важливим фактором зниження вразливості економіки до нафтових шоків.

5. Зменшення ролі нафти у споживанні та виробництві. Зменшення частки нафти у структурі споживання та виробництва сприяло зменшенню залежності економік від коливань цін на нафту і зробило вплив нафтових шоків менш суттєвим.

Азійська фінансова криза. Азійська фінансова криза характеризувалася різким скороченням темпів економічного зростання у країнах Східної Азії, особливо у п'яти країнах, які найбільше постраждали від неї (Індонезія, Південна Корея, Малайзія, Філіппіни та Таїланд). Ці країни зазнали значних валютних коливань, кризи банківської системи та відтоку іноземного капіталу (табл. 1.4).

Таблиця 1.4 – Обсяг ВВП окремих країн Східної Азії з 1995 по 2001 рік, млрд. дол. США

Країна/рік	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Півд. Корея	566,6	610,16	570,59	382,86	497,25	576,48	547,74
Індонезія	1,254,02	1,394,5	1,308,11	572,09	829,57	870,15	834,14
Малайзія	96,61	109,85	109,12	78,64	86,2	102,15	101,05
Таїланд	169,28	183,04	150,18	113,68	126,54	126,13	120,3
Філіппіни	84,64	94,65	94,11	74,49	85,64	83,67	78,92

Джерело: складено за даними [167]

На відміну від цього, Китай, який залишався відносно ізольованим від світових фінансових ринків, та Гонконг змогли уникнути значної девальвації. Японія мала помірну девальвацію між липнем 1997 року та січнем 1998 року [7].

У 1997 році група східноазіатських економік, які демонстрували надзвичайні успіхи протягом попередніх двох десятиліть, опинилися під інтенсивним спекулятивним тиском на свої валюти, а темпи їх економічного зростання стрімко знизилися. Азійська фінансова криза набула регіонального масштабу, поступово поширюючись на інші країни з ринковою економікою, що розвиваються (зокрема, на країни Латинської Америки).

Різні підходи до аналізу причин кризи 1997-1998 років пропонують альтернативні гіпотези щодо передумов її виникнення: від фінансової паніки до усвідомлення головної ролі недосконалого регуляторного середовища [31].

На думку Я. Вонга [152], азіатські економіки зазнали суттєвих трансформацій після десятиліття стрімкого економічного зростання. Однак, повного колапсу грошово-кредитної та фінансової систем у деяких з цих країн можна було б уникнути за умови впровадження більш ефективної політики для боротьби зі спекулятивними атаками на валюту. Застосування такої політики супроводжувалося б періодом болісної адаптації економіки, але в результаті це сприяло б уникненню негативних наслідків для економік Таїланду, Південної Кореї та, особливо, Індонезії.

Попри спробу МВФ надати допомогу цим економікам, його зусилля були непродуктивними, а пакет підготовленої фінансової допомоги був недостатнім та запізним. Початкові зусилля МВФ були зосереджені на заходах жорсткої економії, що підштовхнуло економіки цих країн до ще більшої депресії, тоді як безпосередньою проблемою став крах кредитної системи, який негативно вплинув навіть на фінансово стабільні компанії.

У науковій літературі до факторів, що стимулюють фінансову вразливість регіону, відносять [27]:

1. *Фінансову лібералізацію*. Наприкінці 1980-х і протягом 1990-х років урядами досліджуваних країн було запроваджено політику, спрямовану на дерегуляцію процентних ставок і послаблення резервних вимог до банківських установ. У Південній Кореї, наприклад, протягом 1991-1993 років було здійснено лібералізацію процентних ставок, а граничні резервні вимоги, які у 1990 році становили 30%, були знижені до 7% у 1996 році. Крім того, були послаблені вимоги щодо обмежень діяльності іноземних банків у Південній Кореї у 1991 році та Таїланді у 1993 році. Зазначена політика призвела до ситуації, коли банківські установи отримали можливість працювати з нижчим рівнем ліквідності, що збільшило їх залежність від зовнішніх джерел фінансування.

2. *Зростання обсягу короткострокових зовнішніх зобов'язань.* Обсяг міжнародного банківського кредитування у країнах Азії зріс з менш ніж 150 млрд. доларів США на кінець 1990 року до приблизно 390 млрд. доларів США до середині 1997 року. Домінуюча частка цього фінансування припадала на короткострокові кредити іноземних банків. Частка позик іноземних банків для країн Азії зі строком погашення понад рік зменшилася приблизно з 38% у 1990 році до менш ніж 30% у середині 1997 року.

3. *Збільшення боргу в іноземній валюті.* У 1990-х роках суттєвим чинником, що сприяв крихкості фінансових систем країн Азії, стало зростання боргових зобов'язань в іноземній валюті. У цей період відбулось збільшення обсягів зовнішніх запозичень, які здійснювалися переважно в іноземній валюті, що сприяло різкому зростанню загального обсягу боргових зобов'язань, деномінованих в іноземній валюті. Сприятливі умови для іноземних запозичень створювали законодавчі та регуляторні механізми. Наприклад, у Філіппінах було запроваджено преференції для банківських установ, що працювали з іноземною валютою: прибуток від позик в іноземній валюті оподатковувався за ставкою 10%, тоді як інші доходи оподатковувались за звичайною ставкою в 35%. Крім того, резервні вимоги для філіппінських банків становили 13% для депозитів у песо, тоді як для депозитів в іноземній валюті таких вимог не існувало. Крім того, для позичальників було створено додаткові стимули через офшорні чи спеціальні фінансові центри, які надавали кредити виключно в іноземній валюті.

4. *Погіршення фінансових балансів банківських установ та зростання частки непрацюючих кредитів [95].* На початку Азійської кризи частка непрацюючих кредитів у регіоні зросла до 15-35%. Така ситуація стала ключовим фактором погіршення фінансового стану банківських установ і створила передумови для розвитку системної фінансової кризи. По-перше, погіршення балансів банківських установ змушує останніх обмежувати обсяги кредитування. По-друге, центральному банку стає важче захистити свою валюту від спекулятивних атак. Будь-яке підвищення відсоткових ставок для захисту

національної валюти від знецінення робить валюту більш привабливою для інвесторів, оскільки вигоди від її продажу зростають.

Короткостроковість азійської кризи, що завершилася швидким відновленням темпів економічного зростання у 1999 році, була значною мірою обумовлена проведенням політики стабілізації та структурної адаптації економік постраждалих країн. Критично важливими детермінантами економічного відновлення після кризи стали: девальвація обмінного курсу, експансіоністська макроекономічна політика (Південна Корея, Малайзія та Таїланд перейшли до пом'якшення грошово-кредитної та фіскальної політики у другій половині 1998 року) та сприятливе глобальне середовище, що поєднувалось з впровадженням більш орієнтованої на експорт економічної моделі. У свою чергу, фінансова допомога від МВФ не мала самостійного визначального впливу на відновлення економіки [120].

На думку Ф. Мішкіна [95], азійська фінансова криза є яскравим прикладом впливу асиметричних інформаційних проблем, таких як несприятливий вибір та моральний ризик, які, у свою чергу, дозволяють виділити кілька ключових принципів подолання криз цього типу:

1. Перезапуск фінансової системи для відновлення роботи зі спрямування ресурсів у продуктивні інвестиції та вжиття заходів з обмеження можливостей для використання морального ризику (*moral hazard*).

2. Відновлення ліквідності фінансових установ (у тому числі за рахунок залучення міжнародних кредиторів останньої інстанції) для зменшення інформаційної асиметрії.

Автор стверджує, що після азіатської кризи, що характеризувалася значним притоком капіталу до кризи та його відтоком після неї, постає закономірне питання щодо ролі міжнародного руху капіталу як основного джерела фінансової нестабільності. Асиметричний інформаційний підхід до аналізу кризи дозволяє зробити висновок про те, що міжнародний рух капіталу може відігравати важливу роль у забезпеченні фінансової нестабільності. Це відбувається переважним чином через неналежний банківський нагляд, який

заохочує приплив капіталу, створюючи передумови для кредитного буму та виникнення надмірного ризику з боку банківських установ.

Пандемія COVID-19. До характерних рис макроекономічного середовища, що виникли під час пандемії COVID-19, дослідники відносять: наявність безпрецедентного набору екстрених державних кредитних механізмів; неефективність інструментів прогнозування перебігу пандемії та особливості формування очікувань економічних агентів; довіру економічних агентів до рішень центральних банків як необхідну умову покращення макроекономічної стабільності [77].

Г. Селгін [135] за результатами детального аналізу фіскальних та монетарних заходів виходу з кризи, реалізовані у США, зазначав, що масштаби застосування фіскальних стимулів у відповідь на пандемію COVID-19 більше відповідають тим, що спостерігалися під час Другої світової війни. Подібну точку зору поділяють й інші науковці, які акцентують увагу на тому, що зусилля по боротьбі з пандемією COVID-19 за масштабами можна прирівняти до заходів, що використовувалися під час Другої світової війни [79]. Головна особливість зазначених стимулів полягає у змішуванні заходів фіскальної політики, що спрямовані на економічне відновлення, з політикою, яка спрямована на тимчасове відновлення або впровадження реформ, які, незважаючи на їх довгострокову перспективу, практично не сприяють відновленню активності приватного сектору. Як зазначає автор, лише після того, як у суспільства зникне страх перед інфекцією та повноцінно відновиться діяльність економічних агентів, виникнуть передумови для відновлення економіки.

У банківському секторі спостерігалось значне накопичення резервів, як Федеральним резервом, так і комерційними банкам. Зокрема, протягом 2020 року баланс Федерального резерву збільшився на 3 трильйони доларів США, що викликало занепокоєння щодо потенційного зростання інфляції у майбутньому. Крім того, збільшення балансу Федерального резерву дозволило стверджувати про те, що монетарна інституція поставила під загрозу свою незалежність через можливе її включення до кредитних програм уряду [135].

Країни з високим рівнем доходу стикнулися з обмеженнями у спроможності використовувати звичайну грошово-кредитну політику. Вони були змушені застосовувати більш нетрадиційні інструменти монетарної політики, такі як гарантії центрального банку, пом'якшення макропруденційних правил, обмеження виплати дивідендів фінансовими установами тощо [9].

Використання макропруденційних інструментів для підвищення стійкості фінансових систем і стабілізації економіки стало поширеною практикою після глобальної фінансової кризи 2008-2009 років. Проте фінансова криза, спричинена пандемією COVID-19, стала першим глобальним випробуванням ефективності цих інструментів в умовах серйозного стресу для економіки. Банківські установи, які були основним об'єктом впливу більшості макропруденційних норм, продемонстрували стійкість до цього шоку, уникаючи посилення негативних наслідків для інших секторів економіки.

Країни використовували макропруденційну політику з антициклічною метою, посилюючи її протягом періоду економічного відновлення (починаючи з середини 2010-х років), та різко послаблюючи у відповідь на кризу COVID-19 [10].

Пандемія COVID-19 спричинила значне зростання рівня безробіття у багатьох країнах починаючи з середини 2020 року до середини 2021 року (таблиця 1.5).

Таблиця 1.5 – Рівень безробіття у окремих країнах Європи у 2020-2021 рр.

Країна	Рік/міс.	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12
Польща	2020	5,5	5,5	5,4	5,8	6	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,3
	2021	6,5	6,6	6,4	6,3	6,1	6	6,3	6,2	6,1	5,9	5,8	5,9
Британія	2020	4	4,1	4,1	4,2	4,2	4,2	4,4	4,7	5	5,2	5,2	5,3
	2021	5,3	5,2	5,1	5	5	4,8	4,7	4,6	4,4	4,3	4,2	4,2
Італія	2020	9,7	9,5	7,7	7,5	8,7	9,5	10,1	10	10	10	9,6	9,8
	2021	10,2	10,2	10,1	10,2	9,9	9,4	9,1	9,1	9	9,2	9	8,8
Швеція	2020	7,3	7,3	7,5	8,1	8,1	9,3	9,2	9,2	9,1	9,1	9,1	9,1
	2021	9,1	9,1	9,1	9,2	9,1	9,1	9	8,8	8,7	8,5	8,3	8,2

Джерело: складено за даними [167]

Ця тенденція стала результатом суттєвих структурних змін на ринках праці внаслідок різкого скорочення економічної активності в країні, через запроваджені урядами обмежувальні заходи, спрямовані на стримування темпів поширення вірусу.

З метою більш детального аналізу пандемії COVID-19 як екзогенного шоку для монетарної політики, доцільно розглянути динаміку її впливу на економіку на прикладі конкретної країни. Це дозволить не лише визначити специфічну динаміку економічних змін, але й оцінити ефективність застосовуваних заходів монетарної політики та їх взаємозв'язок з іншими аспектами економічної політики.

Досвід Великобританії. Перші згадки про вплив пандемії COVID-19 в офіційних документах Банку Англії зустрічаються у Звіті з монетарної політики за травень 2020 року [98]. Зокрема, в ньому зазначається, що з початку 2020 року відбулось раптове та суттєве зниження економічної активності та значне зростання рівня безробіття через масове закриття підприємств і скорочення робочих місць. Попри часткове відновлення фінансових ринків упродовж декількох тижнів, викликане заходами, запровадженими Сполученим Королівством та іншими країнами, основні економічні показники залишалися на низькому рівні.

Зокрема, дані свідчили про зниження рівня споживання домогосподарств приблизно на 30%, майже повну зупинку активності на ринку житла, очікуване скорочення бізнес-інвестицій приблизно на 50%, різке збільшення кількості заявок на соціальну допомогу, що відповідало помітному зростанню рівня безробіття. У березні 2020 року інфляція знизилася до 1,5% та, за прогнозами, мала опуститися нижче 1% упродовж наступних кількох місяців, що значною мірою відображало зміни цін на ринку енергоносіїв. Банк Англії наголосив, що безпрецедентний характер пандемії створював надзвичайно високий рівень невизначеності для перспектив як Великобританії, так і світової економіки.

У зв'язку з цим досить показовим є останній «доковідний» Звіт з монетарної політики Банку Англії за січень 2020 року [104]. Комітет з

монетарної політики акцентує увагу на уповільненні темпів зростання ВВП Сполученого Королівства у 2019 році. Це пояснювалося сповільненням темпів глобального економічного зростання та посиленням невизначеності, пов'язаної з процесом Brexit. Однак, у звіті прогнозувалося зростання ВВП Сполученого Королівства у 2020 році.

На кінець 2019 року спостерігалась стабілізація виробництва та зниження базового рівня інфляції до 1,4%. Рівень безробіття залишався низьким і стабільним, а прогнозований рівень інфляції у 2020 році та протягом більшої частини 2021 року мав залишатися у межах таргетованого показника 2%. Останні показники свідчили про стабілізацію світового економічного зростання, що було зумовлено частковим пом'якшенням напруженості у міжнародній торгівлі та значним послабленням монетарної політики багатьох центральних банків.

Результати співставлення економічної ситуації в перший рік пандемії з 2019 роком, вказували на те, що пандемія COVID-19 та заходи з охорони здоров'я, запроваджені для її стримування, мали величезний вплив на економіку Великобританії. За підсумками 2020 року ВВП Великобританії знизився на 10% порівняно з 2019 роком, що оцінювалось як найбільше річне економічне падіння країни за останні 300 років. Зменшення попиту на товари та послуги, збої у виробничих процесах та ланцюгах постачання призвели до різкого зниження доходів особливо малих та середніх підприємств. Це, у свою чергу, спричинило тиск на грошові потоки та збільшило потреби у ліквідності.

У серпневому Звіті з монетарної політики за 2020 рік [102] було зазначено, що прогнози для Великобританії та світової економіки залишалися надзвичайно невизначеними. Розвиток подій залежав від розвитку пандемії, заходів, вжитих для захисту громадського здоров'я, і від того, як уряди, домогосподарства і підприємства реагуватимуть на ці фактори.

У науковій літературі того періоду наголошувалося на домінуванні фактору невизначеності. Зокрема, підкреслювалася значна невизначеність майже щодо кожного аспекту кризи, спричиненої COVID-19, зокрема: заразливність і летальність вірусу; тривалість процесу розробки і впровадження вакцин;

ймовірність виникнення другої хвилі пандемії; тривалість та ефективність заходів соціального дистанціювання; короткострокові економічні наслідки пандемії та темпи економічного відновлення після її закінчення тощо. При цьому беззаперечним визнавався факт того, що пандемія COVID-19 та її економічні наслідки не мають схожих історичних аналогів, принаймні у двох аспектах: раптовість і масштабність втрат робочих місць та швидкість економічного спаду [1].

У лютневому Звіті з монетарної політики за 2021 рік [103] було здійснено перегляд економічного прогнозу. Очікувалося, що обмеження, пов'язані з пандемією, будуть послаблені у другому кварталі 2022 року, а занепокоєння щодо здоров'я та невизначеність стосовно перспектив економічного розвитку з часом зникнуть. Прогнозувалося суттєве зростання споживчих витрат разом з пом'якшенням обмежень (у тому числі у зв'язку з вакцинацією) і зниженням занепокоєння населення щодо ризиків для здоров'я. Водночас, за оцінками членів Комітету з монетарної політики Банку Англії, на повне зникнення цих ризиків потрібно кілька кварталів. Як результат, протягом 2021 року передбачалося помітне зростання ВВП.

У свою чергу, в травневому звіті 2021 року [99] прогнозувалося зростання ВВП у 4 кварталі 2021 року, яке вперше за час пандемії мало перевищити показник 4 кварталу 2019 року.

Офіційне завершення пандемії в контексті економічної політики Банку Англії датується кінцем 2021 року і вже у звіті монетарної політики за листопад 2022 року [101] зазначалося, що наприкінці 2021 року економічна активність у світі та Великобританії повернулася до рівня який передував пандемії COVID-19. Очікувалося, що поява штаму Omicron дещо знизить ділову активність, але його економічний вплив буде обмеженим і короткочасним. Рівень безробіття, який у листопаді 2021 року становив 4,1%, прогнозувалося знизити до 3,8% у першому кварталі 2022 року. Водночас, Комітет з монетарної політики в якості основної загрози подальшого економічного розвитку визначив несприятливий вплив світових цін на енергоносії.

Наведена на рисунку 1.4 динаміка рівня інфляції у Великобританії у допандемічний (2016-2019 роки), кризовий період (2020-2021 року) та період після офіційного завершення пандемії свідчить про значне зниження рівня інфляції у часи пандемії. Це стало результатом зниження загального рівня продуктивності праці в країні, а основним завданням центрального банку було забезпечення ліквідності банківської системи.

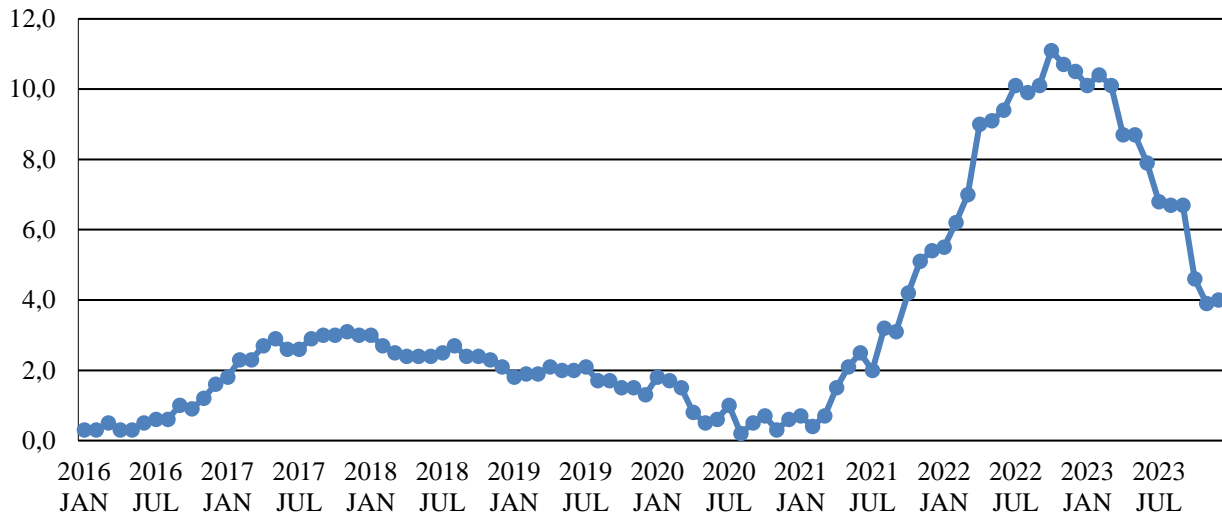


Рисунок 1.4 – Рівень інфляції Великобританії у 2016-2023 роках

Джерело: складено за даними [113]

Загальні обсяги операцій РЕПО значно зросли у період пандемії COVID-19 порівняно з докризовим періодом. У цей період банківський сектор виконував функцію амортизатора (shock-absorber), що стало можливим завдяки достатньому рівні капіталізації та ліквідності на початку кризи [57].

У той же час процентна ставка Банку Англії адаптувалася до змін рівня інфляційного тиску. Наведений на рисунку 1.5 графік динаміки процентної ставки Банку Англії у період з 2016 по 2023 роки свідчить про різке зниження ставки у 2020-2021 роках як відповідь на зменшення інфляційного тиску, спричиненого пандемією COVID-19.

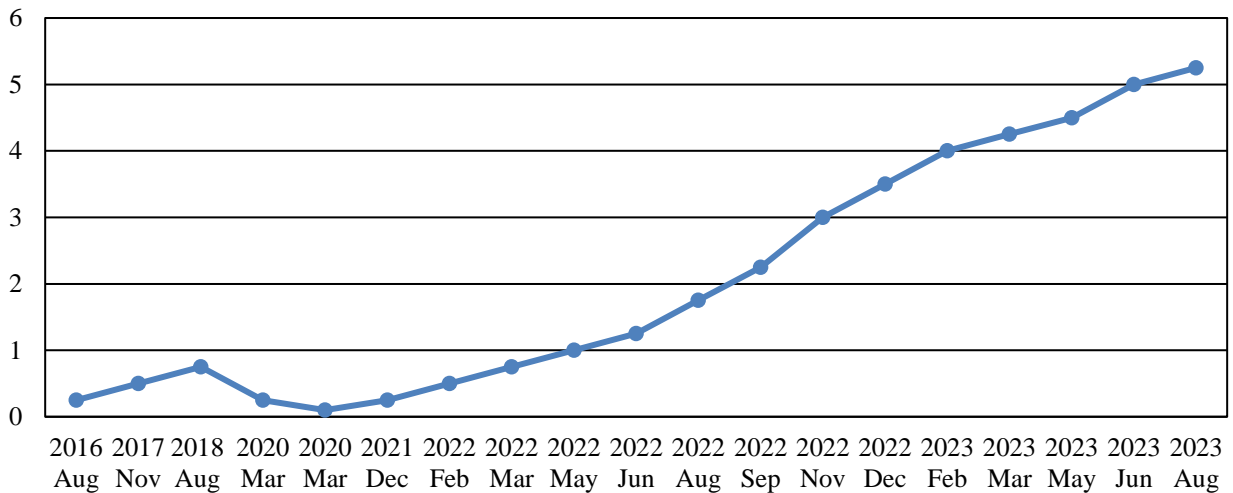


Рисунок 1.5 – Процентна ставка Банку Англії у 2016-2023 роках.

Джерело: складено за даними [113]

Російське вторгнення в Україну. На думку Т. Джордана [62], керівника Швейцарського національного банку, основним викликом російської військової агресії в Україні, є деглобалізація світової економіки та підвищення інфляційних тенденцій.

Глобалізація значно вплинула на формування монетарної політики, суттєво змінюючи її аспекти. Однією із найважливіших змін у цьому відношенні стало розширення глобального виробництва товарів і, як наслідок, зниження інфляційного тиску. Крім того, зниження тиску відбулося через те, що світова економіка змогла порівняно легко задовольнити зростання попиту в окремих країнах. Протягом останніх 15 років центральні банки неодноразово вдавалися до значного пом'якшення монетарної політики для запобігання серйозним економічним спадам. Початково таке пом'якшення досягалося шляхом зниження процентних ставок, але з часом почали дедалі частіше застосовувати нетрадиційні заходи, такі, як інтервенції на валютному ринку.

Менш глобалізований світ матиме наслідки для монетарної політики, зокрема через фрагментацію глобальної економіки та підвищення витрат на виробництво багатьох товарів. Це, у свою чергу, створить умови для більш тривалого інфляційного тиску.

У результаті це призведе до зростання нестабільності рівня інфляції та економіки в цілому, що вимагатиме більш активного реагування від монетарної політики на зростання волатильності інфляції.

Реалізація описаних тенденцій значною мірою буде залежати від динаміки зміни нейтральної відсоткової ставки. Її потенційне зростання може сприяти відновленню важливості традиційної монетарної політики, заснованої на зміні облікової ставки. Це стане можливим, зокрема, за рахунок скорочення припливу заощаджень із країн, що розвиваються, до розвинених економік. Крім того, підвищення нейтральної відсоткової ставки може бути зумовлено зростанням витрат на оборону та інвестиції в енергетичну інфраструктуру, які призведуть до збільшення державного боргу.

Таблиця 1.6 – Щомісячні відсоткові показники інфляції окремих країн Європи у 2021-2023 рр.

Країна	Рік/міс.	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12
Німеччина	2021	1,2	1,5	1,79	1,99	2,19	2,39	3,71	3,81	4,11	4,4	4,81	4,91
	2022	4,16	4,33	5,88	6,25	7,02	6,71	6,67	6,96	8,57	8,82	8,8	8,12
	2023	8,65	8,68	7,4	7,17	6,1	6,38	6,17	6,14	4,53	3,79	3,17	3,71
Польща	2021	2,6	2,4	3,2	4,3	4,7	4,4	5	5,5	5,9	6,8	7,8	8,6
	2022	9,4	8,5	11	12,4	13,9	15,5	15,6	16,1	17,2	17,9	17,5	16,6
	2023	16,6	18,4	16,1	14,7	13	11,5	10,8	10,1	8,2	6,6	6,6	6,2
Італія	2021	0,39	0,58	0,78	1,07	1,26	1,26	1,95	2,04	2,54	3,02	3,71	3,9
	2022	4,84	5,71	6,46	5,96	6,82	7,97	7,93	8,37	8,87	11,84	11,77	11,63
	2023	9,97	9,15	7,61	8,16	7,64	6,4	5,93	5,44	5,34	1,69	0,67	0,59
Франція	2021	0,6	0,6	1,1	1,2	1,4	1,5	1,2	1,9	2,2	2,6	3	2,8
	2022	2,9	3,6	4,5	4,8	5,2	5,8	6,1	5,9	5,6	6,2	6,2	5,9
	2023	6	6,3	5,7	5,9	5,1	4,5	4,3	4,9	4,9	4	3,5	3,7
Бельгія	2021	0,26	0,46	0,89	1,23	1,46	1,63	2,27	2,73	2,86	4,16	5,64	5,71
	2022	7,59	8,04	8,31	8,31	8,97	9,65	9,62	9,94	11,27	12,27	10,63	10,35
	2023	8,05	6,62	6,67	5,6	5,2	4,15	4,14	4,09	2,39	0,36	0,76	1,35

Джерело: складено за даними [167]

Такі прогнози наразі базуються на прогнозних показниках центральних банків різних країн щодо економічного розвитку у найближчій перспективі. Крім того, статистичні дані вказують на суттєве збільшення рівня інфляції у країнах Європи у 2022 році та більшій частині 2023 року (таблиця 1.6).

Х. Олссон [116], голова Шведського центрального банку, оцінюючи економічні перспективи, пов'язані з впливом війни, зазначав, що в умовах

високого рівня інфляції, спричиненої військовими діями, ефективність монетарної політики значною мірою залежить від очікувань компаній і домогосподарств щодо майбутнього економічного розвитку. Очікування економічних агентів щодо майбутньої інфляції є важливим елементом довіри до монетарної політики при досягненні цільового рівня інфляції. П'ятирічні інфляційні очікування учасників грошового ринку промислово розвинених країн вже тривалий час знаходяться на рівні 2%, що свідчить про незначне зростання очікувань, однак без досягнення тривожних рівнів.

У зв'язку з цим, важливо значення набуває реалізація заходів спрямованих на запобігання таким тенденціям. Наразі існують обґрунтовані підстави для коригування напрямів монетарної політики у бік її менш експансіоністського варіанту, що передбачає поступове підвищення відсоткових ставок центральних банків. Негативним наслідком таких дій може стати уповільнення темпів економічної активності та активності на ринку праці.

На наслідки економічної деглобалізації та необхідність підвищення відсоткових ставок центральними банками, як результату війни в Україні, звертає увагу К. Рогофф [128]. На думку автора, незважаючи на те, що Росія наразі виглядає ізольованою на тривалий період, скорочення обсягів торгівлі між розвиненими економіками та Китаєм до критичних рівнів може здійснити суттєвий удар по глобалізації. Це, у свою чергу, призведе до посилення інфляційного тиску протягом тривалого періоду.

Г. Гопінат відзначає, що одним із ключових ризиків, пов'язаних із війною є те, що висока інфляція руйнує сформовані інфляційні очікування. Підвищення процентних ставок для стримування інфляції призведе до скорочення обсягів виробництва. Ситуація для центральних банків може стати ще складнішою, якщо шоки пропозиції набудуть більш стійкого характеру.

У свою чергу, представники ФРС акцентували увагу на тому, що підвищені геополітичні ризики, викликані російським вторгненням в Україну, негативно впливатимуть на світові економічні умови як мінімум протягом 2022 року шляхом зниження ВВП та значного підвищення інфляції. Дані наслідки є

значними, але недостатніми для зупинення глобального відновлення після пандемії COVID-19 [24]. У зв'язку з цим, заслуговує на увагу реакція центральних банків та їх прогнози після початку російського військового вторгнення.

У звіті за перший квартал 2022 року [142] Швейцарський національний банк відзначав, що вторгнення Росії в Україну призвело до значного зростання невизначеності в усьому світі. Інфляція у перші місяці 2022 року зросла і становила 2,2%, що, насамперед, пов'язано зі значним зростанням цін на нафтопродукти та товари, що постраждали від перебоїв у постачаннях. Через війну в Україні напружена ситуація з цими продуктами і товарами, як зазначалось, збережеться і у найближчі місяці. У зв'язку з цим центральний банк підвищив умовний прогнозний рівень інфляції на 2022 рік, хоча у довгостроковій перспективі перегляд у бік підвищення є менш вираженим. Новий прогноз складав 2,1% на 2022 рік та 0,9% на 2023 рік. При цьому очікувалося, що облікова ставка залишатиметься на рівні 0,75% протягом усього періоду прогнозування. Незважаючи на війну в Україні, за прогнозом очікувалося, що глобальне економічне відновлення (після COVID-19) збережеться, хоча й у сповільненому темпі.

Схожі прогнози робив і Банк Англії після вторгнення Росії в Україну [100]. У Великобританії інфляція зросла до 7% у березні 2022 року (порівняно з 6,2% у лютому), головним чином через значне зростання світових цін на енергоносії та інші товари. Це було спричинено порушеннями ланцюгів постачання та зрушенням глобального попиту на товари тривалого користування, яке почалося ще за пандемії COVID-19. Пік інфляції очікувався у четвертому кварталі 2022 року (понад 10%), що стало б найвищим показником з 1982 року та значно перевищувало цільовий рівень центрального банку, встановлений на рівні 2%.

Прогнози центрального банку Польщі [126] до війни передбачали збереження сприятливих економічних умов, однак після початку військової агресії Росії проти України, через суттєве підвищення рівня невизначеності (зростання ВВП Польщі у другому кварталі 2022 року сповільнилося до 6,1%

порівняно з 8,6% у четвертому кварталі 2021 року), прогноз змінився. Військова агресія також призвела до зменшення ліквідності у банківському секторі Польщі, особливо в період з лютого по березень 2022 року.

Дані, доступні до початку вторгнення Росії в Україну, свідчать про те, що в багатьох економіках, включаючи Польщу, економічне відновлення після пандемії COVID-19 відбувалося одночасно зі зростанням цін на товари, що призвело до прискорення глобальної інфляції. Початок війни спровокував подальше зростання цін на товари, невизначеність та погіршення настроїв економічних агентів. Спостерігалися перебої у міжнародній торгівлі, а інфляція досягла найвищого рівня за останні десятиліття (річний індекс споживчих цін Польщі у 2022 році становив 14,4%).

З огляду на динамічність та різноманітність екзогенних шоків, які здійснюють тривалий вплив на економічні системи, наукові дослідження повинні враховувати емпіричні дані, співвідносячи їх з існуючою монетарною політикою центральних банків.

У цьому контексті важливого значення набуває аналіз екзогенних шоків у співвідношенні з монетарною політикою центральних банків саме з точки зору порівняльного підходу, який враховує екзогенні шоки різної природи, їх прояви у різні історичні періоди та відповідні реакції центральних банків на ці виклики.

1.3 Особливості розвитку економічних систем в умовах флуктуацій в Україні

Одним із найбільш загальних економічних показників, що дозволяє більш комплексно проаналізувати рівень економічної активності в країні є обсяг ВВП. Для аналізу стабільності даного показника, як правило, використовують показник темпу зростання реального ВВП країни, що дозволяє врахувати рівень інфляції. Позитивне зростання даного показника свідчить про те, що економіка

перебуває у фазі піднесення, в той час як зниження темпів зростання реального ВВП слугує індикатором спаду в економіці.

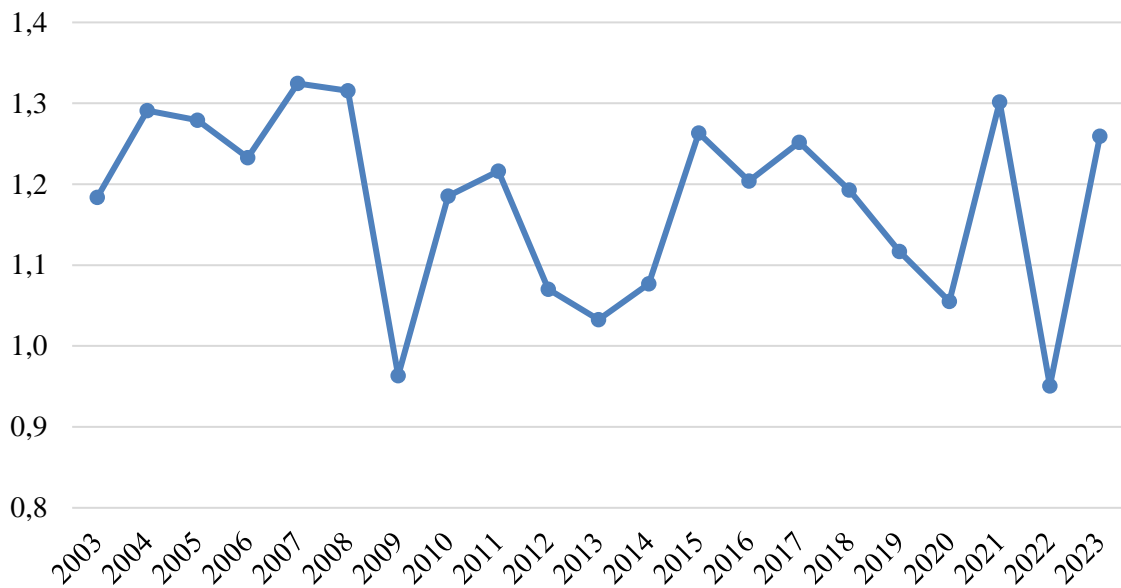


Рисунок 1.6 – Динаміка темпу зростання реального ВВП в Україні

Джерело: побудовано за даними [169]

Наведена на рисунку 1.6 динаміка темпів зростання реального ВВП в Україні дозволяє визначити наступні особливості:

– вплив шоківих флуктуацій на обсяг реального ВВП у 2020 та 2022 роках, що супроводжувався зниженням темпів зростання даного показника (до 1,04% та 0,89% відповідно);

– шоківі флуктуації 2020 року були зумовлені пандемією COVID-19, яка негативно позначилася на економічній активності в Україні та світі через запровадження карантинних заходів, зниження споживчих витрат і інвестицій в умовах невизначеності, закриття підприємств, обмеження міжнародної торгівлі та перебої в ланцюгах поставок тощо.

В цих умовах уряди та центральні банків країн світу застосовували дискреційні монетарні інструменти, включаючи зниження процентних ставок за кредитами, підтримку ліквідності банків, запровадження програм фінансової підтримки бізнесу тощо.

Повномасштабне вторгнення в Україну у лютому 2022 року, пов'язана з цим енергетична криза та різке зростання цін на нафту і газ, зміни в умовах міжнародної торгівлі негативно позначилися на темпах зростання реального ВВП. Непередбачуваний характер даних подій потребував від НБУ реалізації термінових заходів підтримки економічної активності в країні та контролю інфляції.

Крім того, динаміка зміни аналізованого показника дозволяє зробити висновок про наявність циклічних флуктуацій в Україні.

2013-2014 рр. можна охарактеризувати як початок фази рецесії (темпи зростання 1,08% та 0,97% відповідно). Таке зниження темпів зростання реального ВВП здебільшого зумовлено впливом внутрішніх факторів, серед яких політична нестабільність, анексія АРК Крим тощо.

У 2015-2016 рр. спостерігається вихід з фази рецесії та поживлення економіки. У 2015 році темп зміни реального ВВП ставив 1,05%, а у 2016 році зріс до 1,42%. Це є результатом ефективного застосування НБУ стимулюючих заходів монетарної політики, що були спрямовані на збільшення економічної активності в країні та зниження рівня безробіття.

2017-2019 роки є періодом стабільного зростання економіки. Протягом даного періоду спостерігаються стабільні темпи зростання ВВП (1,2%, 1,26% та 1,19% відповідно). Це свідчить про реалізацію заходів щодо забезпечення стабільного зростання економіки та контролю інфляції за рахунок застосування нейтральних та стимулюючих інструментів монетарної політики НБУ.

2021-2022 роки – це період невизначеності та кризи. У даний період спостерігається коливання темпів зміни реального ВВП, що свідчить про економічну кризу та політичну нестабільність, волатильність на фінансових ринках тощо. НБУ було застосовано дискреційні та антикризові інструменти монетарної політики, що були спрямовані на підтримку курсу гривні, стабілізацію фінансової системи, підтримку ліквідності.

2023 рік є початком фази поживлення та характеризується стимулюванням економічної активності в країні, застосуванням інструментів підтримки бізнесу, збільшенням інвестицій та зниженням безробіття.

Таким чином, аналіз темпів зростання ВВП протягом останніх десяти років засвідчує наявність різних фаз економічного циклу (реcesія, криза, поживлення), що формуються під впливом зовнішніх та внутрішніх шоків.

Важливим індикатором економічної ситуації, що значно залежить від економічних флуктуацій у країні, є рівень безробіття. Він характеризує частку робочої сили, що є безробітною та активно шукає роботу.

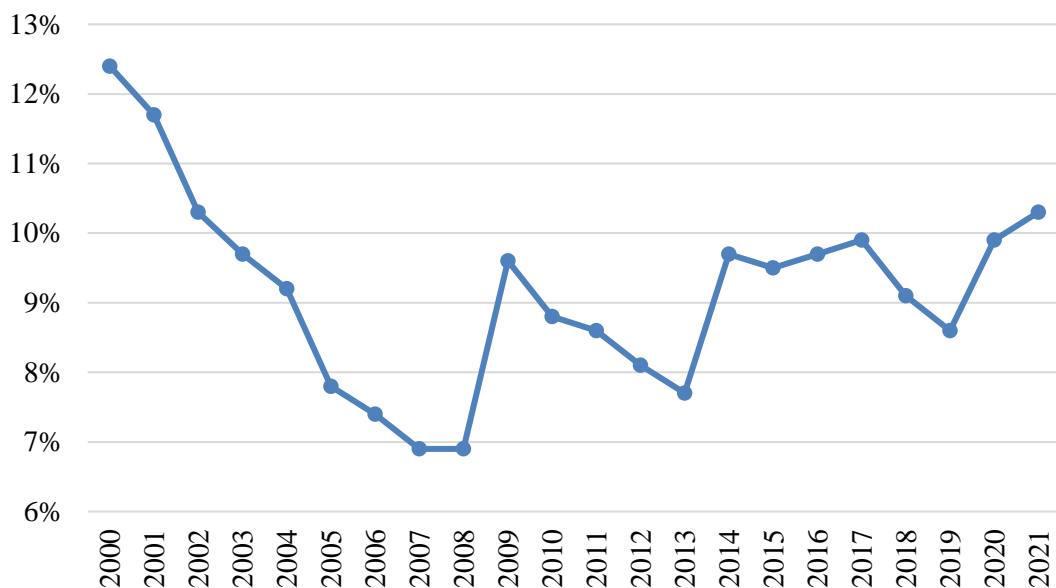


Рисунок 1.7 – Динаміка рівня безробіття в Україні

Джерело: побудовано за даними [169]

Наведена на рисунку 1.7 динаміка зміни рівня безробіття в Україні протягом 2000-2022 рр. дозволяє зробити висновок про те, що коливання даного показника пов'язані з економічними циклами в країні – підйомами та спадами в економіці.

Найбільш чутливим даний показник був до циклічних, структурних та шоківих флуктуацій в Україні.

Найбільші значення даного показника (12,4%-9,7%) були у 2000-2003 роках, що відповідає фазі економічного підйому економіки. У цей період відбувалося відновлення економіки країни після кризи кінця 90-х років.

Різне зростання рівня безробіття у 2009 році (з 6,9% у 2008 році до 9,6% у 2009 році) є наслідком глобальної економічної кризи. В Україні це був період рецесії, для якого характерним є звільнення працівників через зниження економічної активності бізнесу та споживчого попиту населення.

Показники 2010-2013 років свідчать про поступове зниження рівня безробіття і відновлення економіки після рецесії. Це свідчить про перехід економіки до фази пожвавлення.

Період 2014-2019 рр. відображає вплив структурних флуктуацій на рівень безробіття в Україні. Так, у 2014-2016 роках спостерігається зростання рівня безробіття, що було зумовлено структурними змінами в економіці країни під впливом політичної нестабільності та воєнних подій на Сході країни. Це призвело до звільнення робочих місць у певних галузях економіки та потреби у перекваліфікації персоналу. Протягом 2017-2019 років незважаючи на незначну стабілізацію аналізованого показника, його значення все рівно перевищували показники попередніх років. Дані тенденції є результатом часткового вирішення структурних проблем та стабілізації економіки.

Як свідчать результати проведеного аналізу, рівень безробіття в Україні суттєво залежить і від шоків флуктуацій. Пандемія COVID-19, що призвела до значних економічних втрат, банкрутства підприємств та звільнення частини працівників, негативно позначилися на рівня безробіття в Україні. Протягом 2020-2021 років даний показник зріс до 10,3% порівняно із 8,6% у до пандемічний період.

Таким чином, результати проведеного аналізу засвідчують наявність тісного зв'язку між рівнем безробіття з фазами розвитку економіки (від економічного зростання до криз і відновлення), світовими трансформаційними процесами та структурними змінами в середині країни (прогнозованого та непрогнозованого характеру).

Індикатором визначення ефективності монетарної політики в країні та однією із головних завдань діяльності центральних банків більшості країн світу є підтримка стабільного та низького рівня інфляції. Інфляція є важливим елементом механізму монетарної трансмісії – процесу впливу монетарної політики на економіку.

Високий рівень інфляції здійснює негативний вплив на розвиток економіки, купівельну спроможність населення, інвестиційну привабливість країни тощо. З метою превенції негативного впливу інфляції на економічні показники діяльності країни центральні банки в рамках реалізації монетарної політики встановлюють таргетовані значення рівня інфляції. Так, наприклад, Європейський центральний банк (ЄЦБ) і Федеральна резервна системи США прагнуть підтримувати інфляцію на рівні близько 2% на рік. Такий рівень вважається оптимальним для забезпечення стабільного функціонування економіки та стимулювання її зростання.

Ключовим інструментом управління рівнем інфляції слугують процентні ставки. За умови зростання рівня інфляції НБУ підвищує облікову ставку, що сприяє зростанню ставок за операціями кредитування і, відповідно, обмежує доступ до грошей, знижує споживчий попит, купівельну спроможність та інвестиційну активність в країні. Крім того, зростання рівня інфляції призводить до зменшення реальної вартості заощадження, в той час як підвищення процентних ставок дозволяє зберегти привабливість депозитів для населення.

Наведена на рисунку 1.8 динаміка рівня інфляції в Україні протягом 2000-2023 років дозволяє зробити висновки про значні його коливання, як реакцію на різні економічні та політичні виклики, що відбувалися в країні. Сплески інфляції у 2008, 2014-2015 та 2022 роках буди спричинені як зовнішніми шоками (світова фінансова криза), так і внутрішніми проблемами в країні (девальвація гривні, економічна криза, військові дії на сході країни, повномасштабне вторгнення в Україну). Кожен пік зростання інфляції супроводжувався поступовою стабілізацією її рівня, що свідчить про зусилля уряду та НБУ щодо контролю інфляції та стабілізації ситуації в країні.

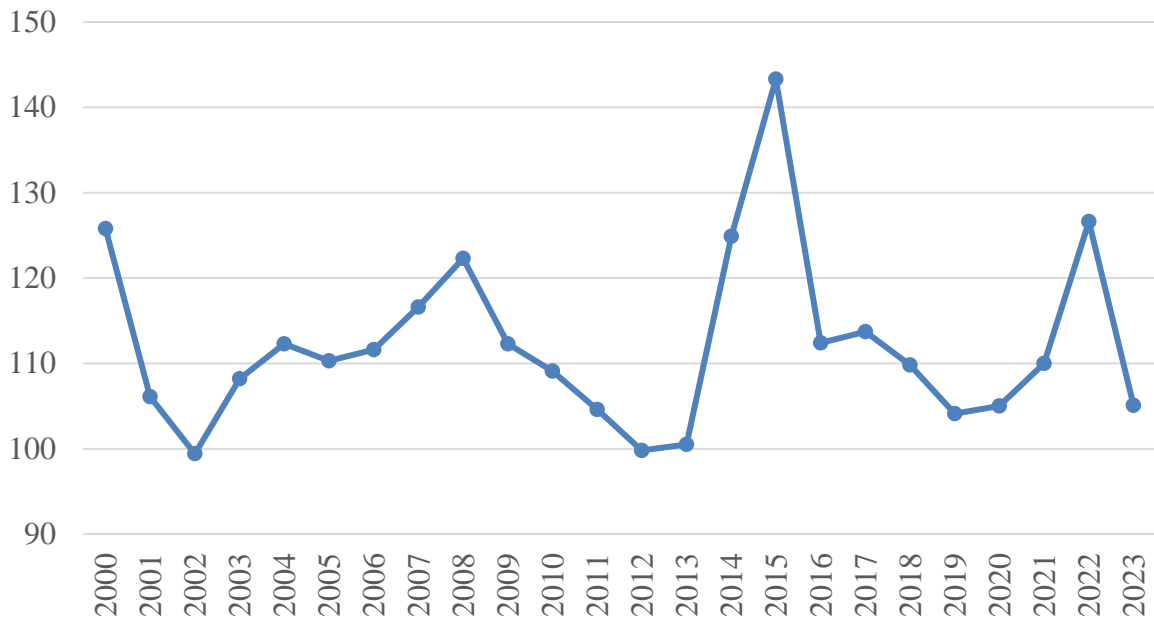


Рисунок 1.8 – Динаміка рівня інфляції в Україні

Джерело: побудовано за даними [169]

Значний вплив економічні флуктуації здійснюють на обсяги прямих іноземних інвестицій в країну. Вони формують додаткові ризики в економіці та впливають на впевненість інвесторів у стабільності інвестиційного ринку. В періоди циклічних флуктуацій інвестори схильні до зміни своєї інвестиційної політики по відношенню до України: в періоди економічного підйому підвищується інвестиційна привабливість країни, зростає потенціал до збільшення віддачі капіталу, а отже інвестори більш схильні до капіталовкладень; в періоди рецесії або кризи зростає невизначеність і ризик втрати капіталу, що зменшує інвестиційну активність в країні.

Особливо чутливими прямі іноземні інвестиції є до шоківих флуктуацій, таких як політичні кризи, війни та природні катастрофи. Дані події збільшують ризик для інвесторів щодо втрати контролю над активами, зміни законодавства, націоналізації активів тощо. Як свідчать наведені на рисунку 1.9 дані політична нестабільність та військовий конфлікт в Україні у 2014-2015 рр. призвели до значного зниження прямих іноземних інвестицій.

Крім того, обсяги прямих іноземних інвестицій залежать не лише від внутрішніх умов в країні, але й від глобальної економічної ситуації. Глобальні

економічні кризи, зміни в глобальних фінансових ринках, міжнародній торгівлі впливають на рішення інвесторів щодо доцільності вкладання коштів. Так, наприклад, глобальна фінансова криза 2008-2009 рр., супроводжувалася погіршенням економічного клімату в більшості країнах світу та, відповідно, суттєвим зниженням обсягів прямих іноземних інвестицій (рис. 1.9).



Рисунок 1.9 – Темп зміни обсягу прямих іноземних інвестицій в Україну

Джерело: побудовано за даними [169]

В цілому, аналіз темпів зміни обсягу прямих іноземних інвестицій в Україну дозволяє виділити наступні його особливості:

2001-2007 роки – період зростання та стабільності в економіці (циклічні флуктуації, фаза пожвавлення). Це період характеризується економічним підйомом та активним залученням іноземного капіталу в країну. Зростання економіки, політична стабільність та покращення інвестиційного клімату створили сприятливі умови для інвесторів. Саме у цей період спостерігається стабільне зростання прямих іноземних інвестицій (8,75% у 2005 та 6,85% у 2007 роках).

2008-2009 роки – період глобальної фінансової кризи (шокові флуктуації). Світова фінансова криза мала значний вплив на економіку України та якість її інвестиційного середовища та супроводжувалася

скороченням обсягів іноземних інвестицій, відтоком капіталу та зниженням економічної активності. У 2008 році темп зміни обсягу прямих іноземних інвестицій знизився до 5,7%, а у 2009 році – до 3,9%.

2010-2013 роки – період відновлення та стагнації (циклічні флуктуації, фаза стагнації). Незважаючи на поступове відновлення економіки України після світової фінансової кризи, темпи зростання прямих іноземних інвестицій залишаються нестабільними. Так, у 2011 році темп зміни обсягу прямих іноземних інвестицій становив 4,26%, в той час як у 2013 році його значення не перевищувало 2,6%. Дані показниками є наслідком внутрішніх структурних проблем, зростанням обсягу державного боргу, рівня корупції тощо.

2014-2015 роки – економічна та політична криза (шокові флуктуації). Економічна та політична нестабільність в країні в цей період супроводжувалися відтоком капіталу, зниженням економічної активності, девальвацією гривні, соціальною напруженістю тощо. Це значно погіршило інвестиційний клімат та призвело до різкого скорочення прямих іноземних інвестицій. У 2014 році темп зміни обсягу прямих іноземних інвестицій в Україну знизився до 0,634%, а у 2015 році мав від'ємне значення (-0,218%).

2016-2018 роки – період відновлення (циклічні флуктуації, фаза пожвавлення). Даний період характеризується покращенням економічної ситуації, стабілізацією макроекономічних показників. Це сприяло покращенню інвестиційного клімату та поверненню окремих інвесторів в Україну. Однак, незважаючи на зростання темпів приросту обсягу прямих іноземних інвестицій (4,42% у 2016 році та 3,8% у 2018 році), їх значення залишалися нижчими за показники попередніх періодів.

2019-2020 роки – період пандемії COVID-19 (шокові флуктуації). У цей період відбулося суттєве скорочення темпів приросту прямих іноземних інвестицій (0,0194% у 2020 році) та відтік капіталу з країни. Це було зумовлено введенням карантинних заходів, зниженням економічної активності, банкрутством підприємства, зниженням споживчого попиту, зростанням фінансових ризиків тощо.

2021-2022 роки – період часткового відновлення економіки та нових викликів. Військові дії на території України з лютого 2022 року нівелювали позитивний вплив часткового відновлення економіки після пандемії та незначне підвищення темпів зростання обсягу прямих іноземних інвестицій в країну у 2021 році (до 3,982%). Повномасштабне вторгнення призвело до загострення економічної ситуації, закриття або переміщення бізнесу, різкого скорочення довіри інвесторів та суттєвого скорочення обсягу прямих іноземних інвестицій (0,335% у 2022 році).

В цілому, наведені на рисунку 1.9 значення темпів приросту прямих іноземних інвестицій демонструють певну циклічність та залежність від періодів економічного спаду чи підйому в країні.

Важливим макроекономічним показником, що поряд з темпами приросту прямих іноземних інвестицій відображає інвестиційну активність в країні є обсяг валового накопичення капіталу. Даний показник характеризує рівень вкладень в основних капітал, обладнання та інші активи довгострокового характеру.

В той же час, обсяг валового накопичення капіталу тісно пов'язаний з економічними флуктуаціями оскільки є досить чутливим до змін економічної активності, інвестиційному кліматі, якості бізнес-середовища тощо. Так, під час економічного підйому спостерігається зростання обсягу валового накопичення капіталу, інвестори більш активно вкладають кошти в розширення виробничих потужностей, модернізацію обладнання, реалізацію нових проєктів. Під час економічного спаду/рецесії підприємства скорочують обсяги інвестицій через зменшення доступу до фінансування, зниження споживчого попиту та зростання невизначеності в суспільстві.

Вагому роль у зростанні обсягів валового накопичення капіталу відіграє технологічний розвиток. Структурні флуктуації, що пов'язані з довгостроковими перетвореннями в економіці та змінами в технологіях можуть негативно позначитися на обсягах інвестицій, що спрямовуються на нові технології та модернізацію виробничих потужностей. В той же час, поява інноваційних

технологічних рішень може призвести до значного зростання обсягу валового накопичення капіталу в даних секторах економіки.

Значний вплив на обсяги валового накопичення капіталу відіграють і сезонні флуктуації. В окремих секторах економіки (будівництво, сільське господарство) спостерігається значна диференціація їх обсягів залежно від пори року або погодних умов.

Наведені на рисунку 1.10 дані підтверджують попередні висновки про чутливість обсягів валового накопичення капіталу до циклічних, шокових, структурних та сезонних флуктуацій в економіці. Динаміка зміни даного показника демонструє циклічні коливання, які відображають загальні економічні підйоми та спади в економіці.

Шокові події, серед яких світова фінансова криза 2008-2009 рр., військові дії 2014 та 2022 рр., пандемія COVID-19 негативно позначилися на обсягах валового накопичення капіталу в Україні, впливаючи на її інвестиційну активність в цілому.

У 2009 році спостерігається значне зниження обсягів валового накопичення капіталу з 27,3% у 2008 році до 17,068 у 2009 р. Це було зумовлено зниженням доступу до міжнародного капіталу та активності внутрішніх інвесторів, зниженням їх впевненості в майбутній віддачі капіталу.

Військові події на Сході України у 2014 році призвели до підвищення рівнів ризику та невизначеності, відтоку капіталу з країни і, як наслідок, зниження інвестиційної активності. Це призвело до різкого зниження значень даного показника (з 19,6% у 2013 році до 13,4% у 2014).

Найнижчі значення обсягів валового накопичення капіталу спостерігаються у 2020 році (8,932%), що зумовлено впливом шокових флуктуацій та запровадженими карантинними заходами ля бізнесу.

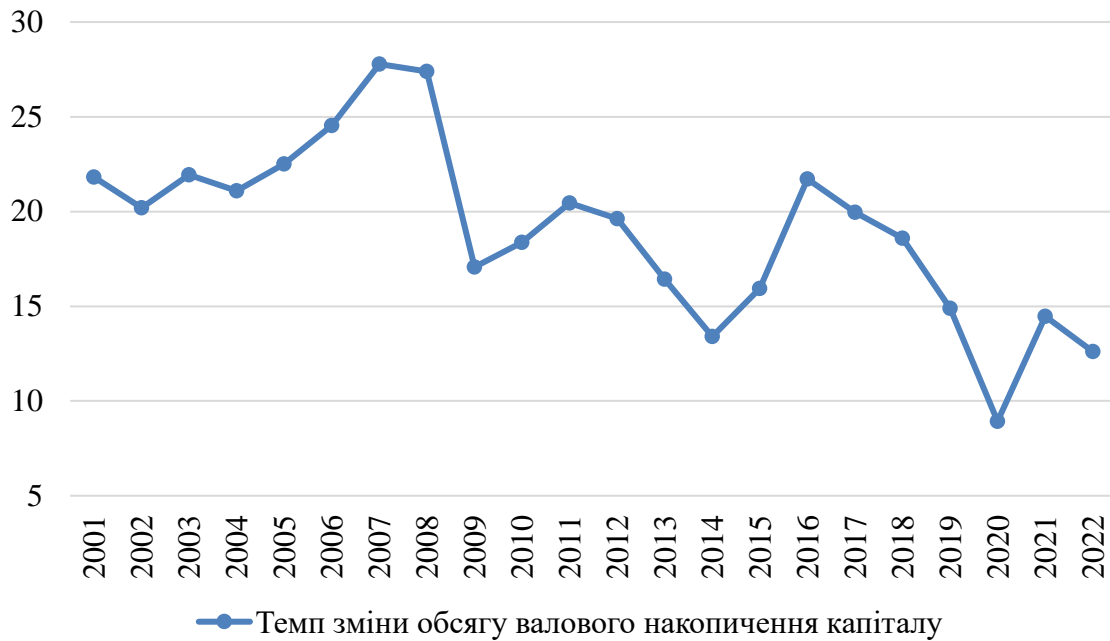


Рисунок 1.10 – Тренд зміни обсягу валового накопичення капіталу в Україні, % ВВП

Джерело: побудовано за даними [169]

Одним із показників, що характеризує зв'язок економічних флуктуацій із соціальною складовою розвитку країни є розмір реальної середньої заробітної плати. З одного боку даний показник тісно пов'язаний із рівнем ділової активності в країні, а з іншого – відображає рівень добробуту населення та його купівельну спроможність.

Під час економічного підйому відбувається зростання попиту на робочу силу, що може призводити і до зростання номінальних заробітних плат. Крім того, у період стабільного економічного зростання спостерігається зростання економічної активності в країні та продуктивності праці, що теж позитивно позначається на рівні матеріального добробуту населення і рівні заробітних плат.

Економічний спад або криза, в свою чергу, характеризуються скороченням підприємницьких витрат, що позначається на рівнях зайнятості населення, номінальних заробітних плат та інфляції в країні.

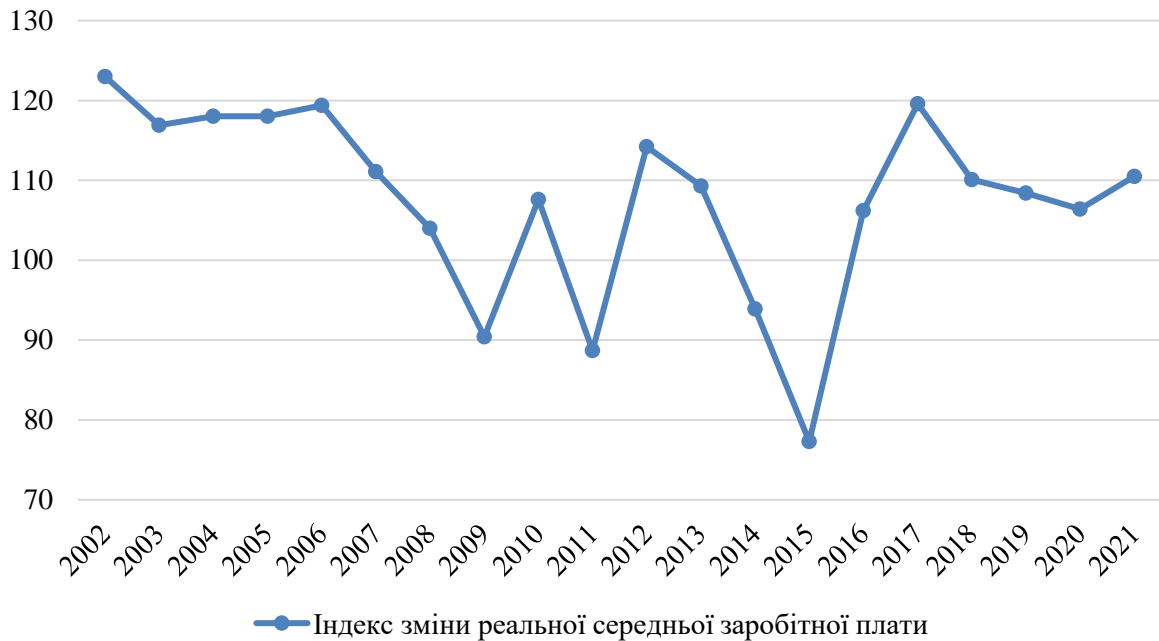


Рисунок 1.11 – Тренд зміни розміру реальної середньої заробітної плати в Україні

Джерело: побудовано за даними [169]

Наведена на рисунку 1.10 динаміка зміни розміру реальної середньої заробітної плати в Україні дозволяє виділити три точки біфуркації (2009, 2011 та 2015 рр.), що є наслідком проявів економічних флуктуацій: глобальна фінансова криза 2008-2009 рр., військовий конфлікт на Сході України у 2014 році та структурні зміни в економіці, високий рівень інфляції та сповільнення економічного зростання у 2012 році.

Індикатором чутливості бізнес-середовища до економічної нестабільності та флуктуацій є рівень експорту та імпорту. Ці показники відображають наскільки бізнес адаптується до будь-яких змін у внутрішньому та зовнішньому середовищі. Зміни в обсягах імпорту можуть свідчити про зміну споживчого попиту та ділової активності в середині країни, в той час як зміни обсягів експорту є індикатором зміни конкурентоспроможності на світових ринках та попиту на товари та послуги вітчизняного виробництва, коливання обмінного курсу.

Так, під час світової фінансової кризи в Україні значно зменшився обсяг експорту та імпорту через економічну нестабільність, зниження доходів населення та попиту на деякі групи товарів.

Пандемія COVID-19, що призвела до порушення ланцюгів поставок, обмеження на пересування, зниження попиту та підвищення логістичних витрат призвела до одного із найнижчих рівнів експорту/імпорту за весь аналізований період (рисунок 1.12).

В цілому, результати аналізу рівнів експорту та імпорту в Україні дозволяють зробити висновок про їх чутливість до глобальних та внутрішніх флуктуацій. В той же час, дані показники демонструють здатність до їх відновлення у після кризові періоди, що підкреслює необхідність розробки гнучкої та адаптивної політики стабілізації економіки.

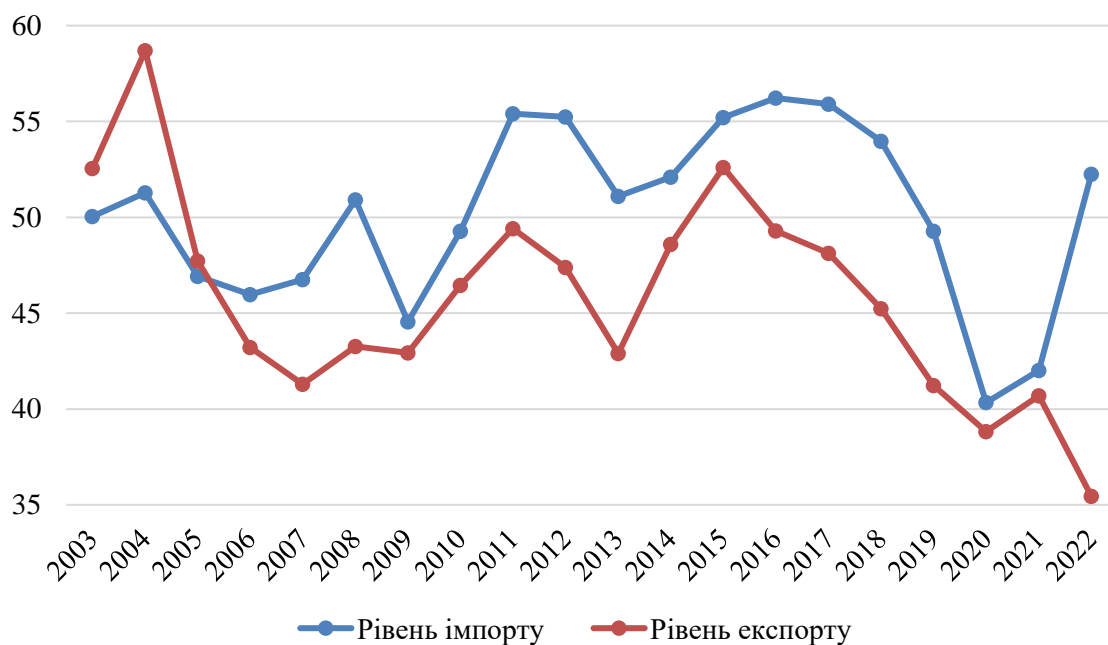


Рисунок 1.12 – Тренд зміни рівня експорту/імпорту в Україні

Джерело: побудовано за даними [169]

Рівень податкового навантаження на бізнес можна розглядати як один із найбільш важливих індикаторів стабільності економіки. Саме маніпулювання рівнем податкового навантаження на економічних суб'єктів є одним із найбільш поширених механізмів реагування державних інституцій на прояви будь-яких

кризових явищ в економіці. Покриття дефіциту бюджету та задоволення потреби в коштах на фінансування програм та заходів можливе за рахунок підвищення рівня податкового навантаження. Саме тому зростання даного показника, може слугувати індикатором кризових явищ в економіці та прояву економічних флуктуацій.

Наведені на рисунку 1.13 дані свідчать про поступове зниження рівня податкового навантаження в Україні, починаючи із 2019 року. Однією із причин такої ситуації може розглядатися пандемія COVID-19, що супроводжувалася банкрутством низки малих та середніх підприємств та скороченням рівня доходів в країні в цілому.

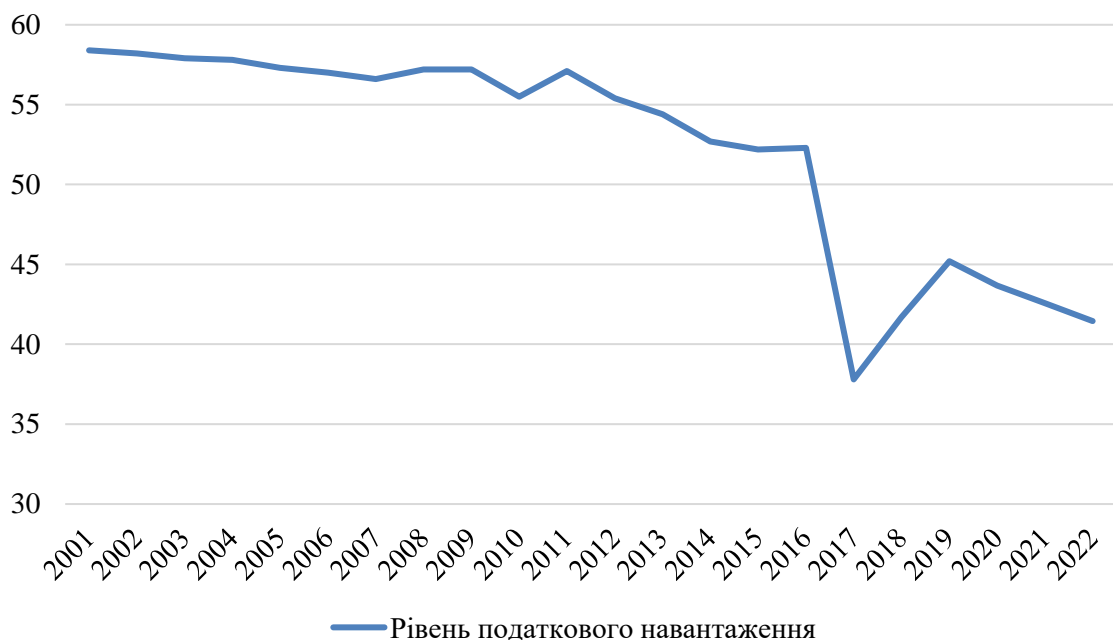


Рисунок 1.13 – Тренд зміни рівня податкового навантаження в Україні

Джерело: побудовано за даними [169]

Основним фондовим індексом, що відображає стан фондового ринку України, настрої інвесторів щодо економічної ситуації в країні є індекс UХ. Фондові індекси є досить чутливими до глобальних та внутрішніх змін в економіці. Під час економічного підйому, як правило, спостерігається зростання індексу як реакції інвесторів на підвищення ділової активності в країні, зростання прибутків компаній та стабілізації макроекономічних показників. В

період стабілізації показників економічного розвитку України на початку 2000-х років, що супроводжувався зростанням ВВП та збільшенням прибутків компаній, спостерігалось зростання попиту на акції управлінських компаній та, відповідно, підвищення індексу UX.

В період економічного спаду або кризи, як правило, спостерігається падіння індексу UX, що свідчить про зниження вартості акцій вітчизняних компаній і відтоку капіталу з країни. Крім того, враховуючи те, що український фондовий ринок не є ізольованим, глобальні економічні події та зміни в міжнародному середовищі здійснюють суттєвий вплив на вартість вітчизняних компаній. Світова фінансова криза 2008-2009 рр. негативно позначилася на фондових ринках не лише України, а й всього світу. Це призвело до зниження інвестиційної активності, підвищення волатильності ринку та суттєвого падіння індексу UX (рис. 1.14).



Рисунок 1.14 – Динаміка індексу UX в Україні

Джерело: побудовано автором на основі даних [170]

Структурні реформи в банківському секторі України і спроби уряду стабілізувати ситуацію сприяли частковому відновленню індексу та зростанню його значення у 2010-2012 рр. Позитивний вплив на індекс UX мало отримання кредитів МВФ, міжнародної допомоги тощо.

Таким чином, за результатами аналізу можна зробити висновок про те, що динаміка індексу UX є відображенням загальної економічної ситуації в країні, сприйняття інвесторами ризиків і перспектив здійснення операцій на українській фондовій біржі.

Окрема група науковців в якості індикаторів, що відображають економічну ситуацію в країні та ступінь мінливості внутрішнього середовища виділяють індекси споживчих настроїв. Вони є важливими показниками, що відображають рівень оптимізму споживачів щодо економічної ситуації в країні та її економічної активності.

Відчуття споживачами впевненості у майбутньому, у своїх фінансових перспективах призводить до збільшення ними своїх витрат. Це, в свою чергу, стимулює економіку та позитивно позначається на показниках діяльності компаній.

В той же час, негативні настрої в суспільстві змушують населення збільшувати розміри своїх заощаджень і скорочувати витрати. Це негативно позначається на компаніях, які входять до індексу UX.

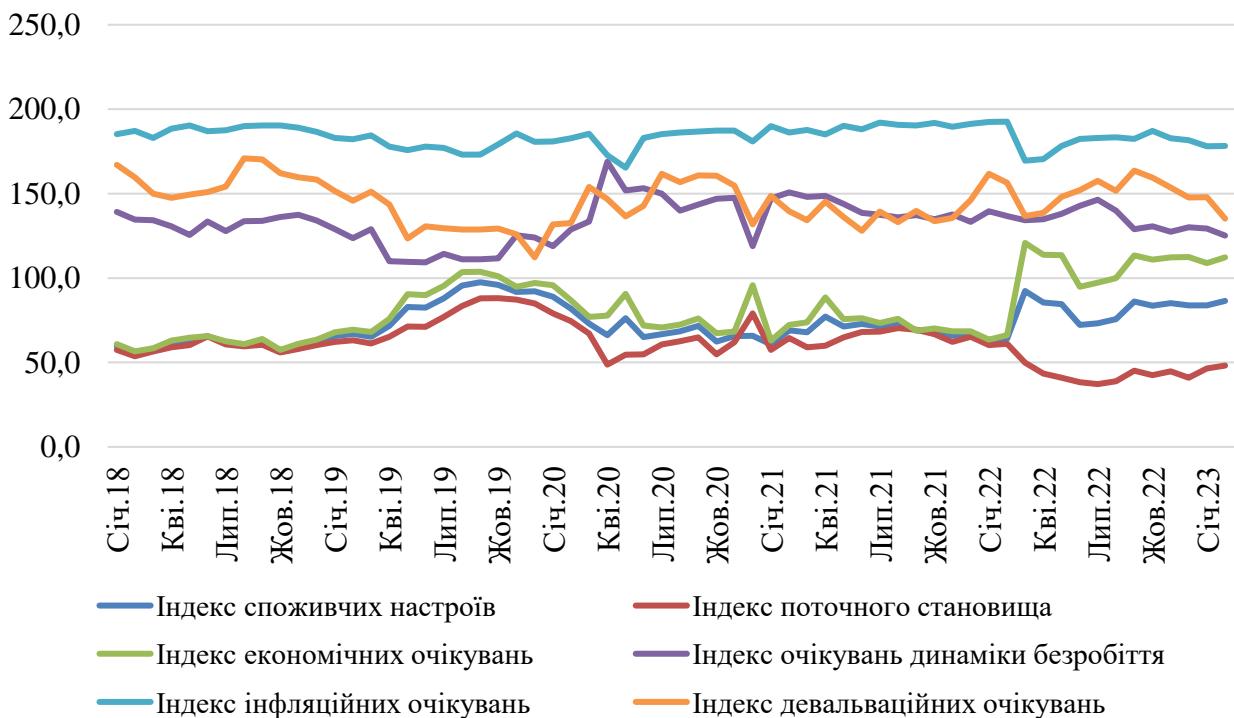


Рисунок 1.15 – Динаміка індексів споживчих настроїв в Україні

Джерело: побудовано за даними [173]

Наведена на рисунку 1.15 динаміка індексів споживчих настроїв в Україні дозволяє зробити наступні висновки:

– Коливання UX індексу відображають загальний стан економіки України, який впливає на споживчі настрої населення. Наведені на рисунку 1.15 дані свідчать про суттєві коливання індексів у періоди економічної нестабільності в країні, серед яких: глобальна фінансова криза, економічна криза в Україні в 2014-2015 рр., а також поточні виклики пов'язані з повномасштабним вторгненням в Україну.

– Індекс споживчих настроїв характеризується значними коливаннями протягом 2018-2023 років. Так, наприклад, в середині 2020 року спостерігається різке падіння значень даного індексу, що може бути пов'язано з пандемією COVID-19 та економічної невизначеністю.

– Індекс економічних очікувань також демонструє суттєву мінливість. У періоди економічної активності відбувається зростання показника, а в періоди криз його суттєве зниження. Дані тенденції можна розглядати як реакцію на зміни економічних умов, зокрема: рівень доходів населення, рівні інфляції та безробіття.

– Індекс інфляційних очікувань характеризується зростанням його значень в окремі періоди, що може свідчити про підвищення цін та невпевненість споживачів у стабільності національної валюти.

– Індекс очікувань динаміки безробіття та індекс девальваційних очікувань свідчить про побоювання населення щодо втрати робочого місця та можливого знецінення гривні. Дані тенденції більш характерні для періодів економічної нестабільності в країні.

Не менш чутливим до економічних флуктуацій показником є індекс споживчих витрат, що відображає зміни загальних витрат домогосподарств на товари та послуги і використовується як один із ключових індикаторів оцінки економічної стабільності та загального стану економіки. Даний показник тісно пов'язаний зі зміною доходів населення та його матеріального добробуту, рівня безробіття тощо. За умови покращення даних показників населення більш охоче

витрачає кошт на товари довготривалого користування, в той час як їх погіршення зумовлює більшу економію коштів та зосередження на задоволенні базових потреб.

Аналіз динаміки індексу споживчих витрат (рисунок 1.16) засвідчує значну мінливість даного показника та дозволяє виділити три основні точки біфуркації: 2009, 2013 та 2020 роки. Вони відповідають періодам економічної нестабільності та кризи в Україні. Глобальна фінансова криза, політична криза в Україні та пандемія COVID-19 зумовили зменшення споживчих витрат через падіння доходів, підвищення безробіття та погіршення економічної ситуації в цілому.

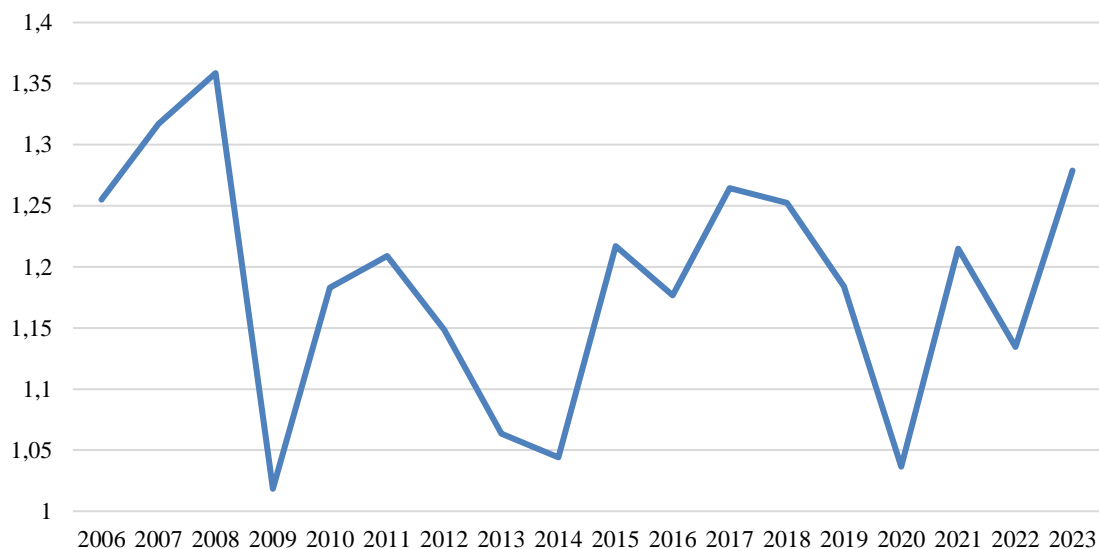


Рисунок 1.16 – Динаміки індексу споживчих витрат

Джерело: побудовано за даними [169]

В той же час, послідувача адаптація економіки до нових умов та стабілізація певних процесів сприяли зростанню споживчих витрат в Україні.

Обсяг споживчих витрат тісно пов'язаний із рівнем виробничої активності в країні. Даний показник має велике значення для оцінки стану економіки, оскільки характеризує стан виробничої сфери та є індикатором економічної стабільності. Високі значення даного індексу свідчать про здоровий розвиток економіки, зростання виробництва, створення нових робочих місць. З іншого боку, зниження даного індексу може сигналізувати про наближення спаду

економіки, зменшення обсягів виробництва, ліквідацію підприємств, зростання рівня безробіття. Це призводить до скорочення споживчих витрат і, в кінцевому випадку, до сповільнення темпів економічного зростання. Даний показник є важливим індикатором для оцінювання взаємозв'язку виробничої активності зі споживчими витратами в економіці.

Індекс промислового виробництва в Україні характеризується нестабільною динамікою та низькими значеннями протягом всього аналізованого періоду (рисунок 1.17). Критичні значення даного показника спостерігаються в періоди економічних криз та рецесій, що супроводжувалися скороченням виробництва, зниженням ділової активності, скороченням доходів тощо.

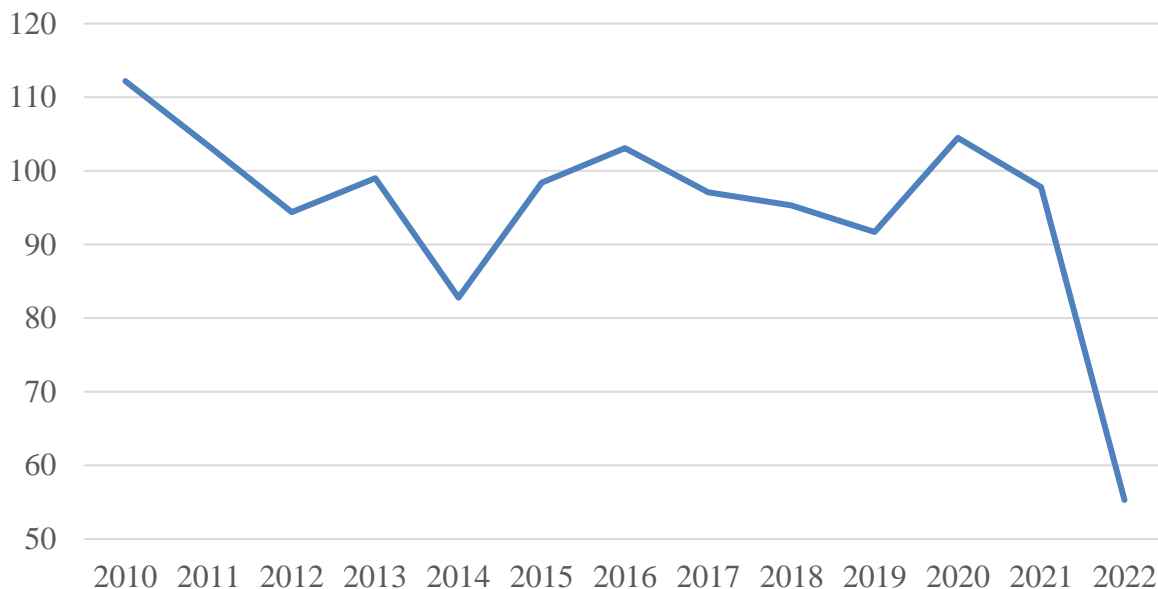


Рисунок 1.17 – Динаміка індексу промислового виробництва

Джерело: побудовано за даними [169]

Найнижче значення даного індексу спостерігається у 2022 році (55,3%), що є сигналом значного спаду в економіці, що пов'язаний з масштабними економічними флуктуаціями, включаючи вплив війни та пов'язаних в нею загроз і ризиків на промисловість країни.

Таким чином, результати проведеного аналізу засвідчують суттєвий негативний вплив економічних флуктуацій на індикатори економічного розвитку країни та стабільність її економіки.

За цих умов своєчасна розробка інструментарію мінімізації наслідків впливу економічних флуктуацій на показники розвитку економіки потребує реалізації заходів щодо їх превенції та усунення наслідків їх прояву. В основі даних заходів має лежати швидка реалізація монетарних та фінансових інструментів, що спрямовані на підтримку фінансової стабільності в країні та мінімізацію негативних ефектів.

Висновки до розділу 1

У першому розділі досліджено концептуальні основи розуміння сутності економічних флуктуацій, визначено їх роль у розвитку економічних систем, систематизовано підходи до їх дослідження, проведено аналіз передумов виникнення економічних флуктуацій, їх характерних ознак та наслідків для економічного розвитку, зокрема у коротко- та довгостроковій перспективі, удосконалено критеріальну базу класифікації видів економічних флуктуацій, удосконалено науково-методичні засади формування державної політики управління економічними флуктуаціями.

Еволюційний аналіз поглядів на зміст поняття «економічні флуктуації» в межах основних наукових шкіл засвідчив постійне зростання наукового інтересу до концепції економічних флуктуацій під впливом зростання рівня інтеграції фінансових ринків, підвищення частоти екзогенних шоків і посилення макроекономічної волатильності, дозволив ідентифікувати закономірності їх взаємодії з монетарною політикою та розробити ефективні регуляторні механізми превенції їх деструктивного впливу.

З метою комплексного дослідження природи виникнення економічних флуктуацій та особливостей їх прояву в роботі проведено аналіз концептуальних

підходів до розуміння їх специфіки, наслідків виникнення та механізмів превенції їх деструктивного впливу. Це дозволило виділити шість наукових шкіл, які акцентують увагу на окремих аспектах виникнення та прояву економічних флуктуацій (роль грошово-кредитної політики, технологій, сукупного попиту, державних інституцій), зокрема: класичний, кейнсіанський, реальних бізнес-циклів, монетарний, австрійський та комплексний підходи.

У роботі економічні флуктуації запропоновано розуміти як періодичні відхилення ключових макроекономічних показників від їх довгострокових трендів або рівноважних значень, що виникають як реакція на зміни внутрішніх та зовнішніх чинників і можуть набувати форми як короткострокових коливань у межах бізнес-циклів (фази підйому, спаду, піку і відновлення), так і довгострокових трендів у розвитку економіки.

Однією із характерних особливостей економічних флуктуацій визначено відсутність однозначного розуміння їх ролі в економічному розвитку країни. З одного боку, вони створюють значні виклики для забезпечення та підтримання стабільності економічної системи, спричиняючи періоди рецесії, зростання безробіття, інфляційного тиску та фінансової нестабільності, а з іншого боку, виконують функцію адаптації економічної системи до змін внутрішнього та зовнішнього середовища, сприяючи перерозподілу ресурсів, розвитку інновацій та адаптації економічної системи до нових умов.

На основі узагальнення ключових чинників, форм та часового горизонту прояву економічних флуктуацій в економічній системі країни в роботі було удосконалено критеріальну базу класифікації економічних флуктуацій, що відрізняється від існуючих їх групуванням за причинно-детермінованою ознакою (циклічні, сезонні, структурні), часовим горизонтом (коротко-, середньо- та довгострокові), амплітудою коливань (мікро-, мезо-, та макроцикли), причинами виникнення (ендогенні та екзогенні), географічним охопленням (локальні, регіональні та глобальні), наслідками впливу (економічні імпульси, економічні шоки та комбіновані коливання).

Принциповим з точки зору впливу на мету та завдання управління економічними флуктуаціями визначено оцінювання динаміки ключових макроекономічних індикаторів в умовах шоків та невизначеностей, що дозволяє визначити основні тренди та виклики для реалізації ефективної монетарної політики. У роботі проаналізовано основні тенденції розвитку економічної системи України в умовах флуктуацій. За результатами аналізу було виділено сім ключових етапів розвитку економіки України, що характеризують залежність окремих економічних індикаторів від видів флуктуацій та фаз розвитку економіки: 2001-2007 рр. – період зростання та стабільності в економіці (циклічні флуктуації, фаза пожвавлення); 2008-2009 рр. – період глобальної фінансової кризи (шокові флуктуації); 2010-2013 рр. – період відновлення та стагнації (циклічні флуктуації, фаза стагнації); 2014-2015 рр. – період економічної та політичної кризи (шокові флуктуації); 2016-2018 рр. – період відновлення (циклічні флуктуації, фаза пожвавлення); 2019-2020 рр. – період пандемії COVID-19 (шокові флуктуації); 2021-2022 рр. – період часткового відновлення економіки та нових викликів.

На основі трендового аналізу було визначено основні індикатори економічного розвитку країни, врахування яких дозволяє більш комплексно оцінити вплив різних типів флуктуацій (циклічних, шоківих чи структурних) на економіку та обґрунтувати оптимальні інструменти монетарної політики для їх нейтралізації, зокрема: динаміка реального ВВП – як показник темпів економічного зростання та його відповідності фазам циклічних флуктуацій; інфляція – як індикатор стабільності цінової політики, що впливає на купівельну спроможність населення та економічну активність; безробіття – як індикатор стану ринку праці, що визначає рівень соціальної напруженості та фінансову стабільність домогосподарств; зміни експорту/імпорту – як характеристика зовнішньоторговельного балансу, що впливає на валютний курс та стабільність національної економіки.

За результатами узагальнення основних теоретичних детермінант виникнення економічних флуктуацій і їх наслідків для економічних систем, було

доведено циклічний характер економічних флуктуацій (періодичність коливань економічної активності), їх дуалістичну природу (одночасна здатність створювати ризики для стабільності економічної системи та сприяти її адаптивності і динамізму), асиметричність (нерівномірність тривалості та інтенсивності фаз зростання та спаду), амплітудність (варіативність у масштабах та глибині економічних коливань).

В роботі обґрунтовано, що складна та багатовимірна природа економічних флуктуацій зумовлює потребу в розробленні більш комплексного підходу до аналізу механізмів їх виникнення та інструментів превенції їх негативним наслідкам, що базується на системному аналізі специфіки взаємодії макроекономічних чинників (грошово-кредитної політики, інвестиційної активності, технологічного розвитку та структурних змін в економіці), врахуванні їх багаторівневого впливу на економічну систему (короткострокові чи довгострокові наслідки), специфіки сучасних економічних умов (посилення глобалізаційних та інтеграційних процесів, зростання ролі інституційних факторів). З цією метою було розроблено концептуальні засади управління економічними флуктуаціями, як комплексу заходів, які втілюються через реагуючу та превентивну діяльність органів законодавчої та виконавчої влади, міжнародних організацій, науково-дослідних інститутів та консалтингових організацій.

Основні положення даного підрозділу опубліковано автором у роботах: [164, 175, 176].

РОЗДІЛ 2 НАУКОВО-ПРАКТИЧНІ ЗАСАДИ ВПЛИВУ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ НА ЕКОНОМІЧНІ ФЛУКТУАЦІЇ

2.1 Монетарна політика та її роль в концепціях ділових циклів

Однією із особливостей та специфічних рис виникнення ділових циклів в економіці, що визначає специфіку процесів прогнозування та управління ними слугує неоднозначне розуміння природи їх виникнення. Це обумовлено наявністю різних підходів до визначення домінуючого фактору, який спричиняє появу флуктуацій: економічні флуктуації як результат реалізації заходів монетарної політики або нестабільність в економіці, що формується під впливом економічних показників – індикаторів стану «реальної» економіки. Таким чином, відповідно до даного критерію, можна виділити реальну і монетарну природу ділових циклів.

Реальні ділові цикли являють собою регулярні коливання доходів, обсягу реалізованої продукції та факторів виробництва, що виникають через немонетарні джерела та включають ставки податків, державні витрати, умови регулювання, ціни на енергоносії тощо [86, с. 2]. На думку Ч. Плоссера, моделі реальних ділових циклів розглядають економічні змінні як результат рішень, прийнятих багатьма окремими агентами, що діють виходячи з принципу максимізації корисності, залежно від виробничих можливостей і обмежених ресурсів [121, с. 53-54].

Незважаючи на те, що в моделях реальних бізнес-циклів економічні коливання провокуються багатьма факторами, найбільша увага зосереджена на технологічних зрушеннях. Як зазначає Д. Хансен, у стандартній моделі реального бізнес-циклу каталізатором виникнення економічних коливань слугують технологічні шоки [70, с. 2-3]. Флуктуації є невід'ємним та оптимальним механізмом адаптації економічної системи до змін у доступних технологіях виробництва. У відповідь на коливання у межах бізнес-циклу, індивіди раціонально змінюють обсяг витрат на споживання та дозвілля, які зазвичай демонструють протилежну кореляцію. У період економічної рецесії,

спостерігається скорочення рівня споживання і збільшення часу на дозвілля, в той час як у періоди економічного буму рівень споживання зростає, а час для відпочинку, відповідно, зменшується [83, с. 79-82].

Для ілюстрації особливостей функціонування трансмісійних механізмів у рамках теорії реальних бізнес-циклів, Г. Манків демонструє наслідки збільшення обсягів державних закупівель. Їх зростання призводить до збільшення сукупного попиту на товари, що, в свою чергу, стимулює підвищення ринкової відсоткової ставки і зниження рівня споживання в контексті досягнення ринкової рівноваги. Підвищення відсоткової ставки також впливає на перерозподіл часу між роботою та дозвіллям: праця в поточному періоді стає менш привабливою порівняно з майбутнім, що спричиняє зниження пропозиції робочої сили. Як наслідок, відбувається скорочення рівня зайнятості населення та обсягів виробництва [83, с. 81-82].

У той же час, на думку Г. Манків, теорія реальних бізнес-циклів демонструє обмежену емпіричну спроможність у поясненні причин та природи виникнення економічних коливань. Її ключовим недоліком слугує надмірна залежність ділового циклу від великих технологічних збурень як основного чинника флуктуацій та використання міжчасової динаміки дозвілля для пояснення змін у рівні зайнятості населення [83, с. 79].

У рамках теорії реальних ділових циклів грошово-кредитній політиці надається роль стабілізатора, що функціонує за заздалегідь встановленими автоматичними правилами. Окремі науковці, що займаються питаннями державної політики зазначають, що монетарна політика повинна реагувати на технологічні шоки антициклічно: підтримувати помірну інфляцію у періоди рецесії та дефляції в умовах економічного зростання [28, с. 1-4]. Водночас, дана теза залишається предметом значних наукових дискусій і подальших досліджень.

На думку С. Фішера, економічні моделі 1960-х років розглядали інфляцію як фактор, що сприяє зростанню економіки через стимулювання портфельних інвестицій. Підвищення рівня інфляції робить портфельні капіталовкладення

більш привабливими порівняно із заощадженнями, що призводить до збільшення капіталомісткості економіки і, відповідно, сприяє економічному зростанню. Однак у подальших дослідженнях відбулася трансформація підходів до розуміння природи взаємозв'язку між інфляцією та економічним зростанням. Підвищення рівня інфляції призводить до зниження реальних грошових балансів і відволікання ресурсів та послаблення виробничої активності. Крім того, зростання як очікуваної, так і непередбачуваної інфляції знижує ефективність функціонування системи цін, що негативно впливає на продуктивність виробництва та загальну економічну ефективність [39, с. 5-7].

Визнання доцільності застосування нейтральної монетарної політики обумовлене особливостями її впливу: в першу чергу вона впливає на рівень виробництва та зайнятості, в той час як її наслідки для інфляції проявляються з певним часовим лагом. Такий характер впливу створює передумови для виникнення інфляційного ухилу в економічній системі. У результаті цього монетарна політика здатна впливати на короткострокові економічні коливання, а її ефективність у межах бізнес-циклу залишається обмеженою [122, с. 688-692]. Крім того, наявність неминучих часових затримок у реалізації заходів монетарної політики, таких як затримки збору та обробки статистичних даних, посилює дестабілізаційні процеси в економіці. Це зумовлює обмеженість інструментів монетарної політики в стабілізації економіки [140, с. 365-367].

У той же час, у переважній більшості наукових досліджень акцентується увага на монетарних факторах як визначальних для розуміння природи ділових циклів.

Нестабільність грошової одиниці спричиняє викривлення ринкових цін, що призводить до неефективного перерозподілу ресурсів і знижує продуктивність їх використання. Грошова нерівновага змінює структуру цін і виробничих процесів, порушуючи безперебійне функціонування економіки. Ця властивість не нейтральності грошей є ключовою рисою монетарної теорії ділового циклу [34, с. 353-355]. Вона визнає центральну роль грошово-кредитної

політики в управлінні діловим циклом, де грошова маса розглядається як один із базових індикаторів стану монетарної політики [136, с. 1-3].

За твердженням М. Фрідмана та А. Шварц, до Великої депресії діловий цикл розглядався виключно як монетарне явище. У межах цього підходу існували різноманітні версії монетарних теорій ділового циклу, проте більшість економістів визнавали важливу роль змін у грошовій масі для пояснення природи циклічних коливань. Таке розуміння було обумовлено економічною стабільністю 1920-х років, яку пов'язували з ефективною реалізацією грошово-кредитної політики. Однак неспроможність Федеральної резервної системи запобігти Великій депресії поставило під сумнів роль монетарних органів у забезпеченні економічної стабільності. Як наслідок, Кейнсіанська революція змістила акцент у поясненні бізнес-циклів з монетарних змінних на інвестиції та «реальні» фактори [48, с. 24-25].

Повернення монетарного підходу до аналізу коливань у бізнес-циклах відбулось наприкінці 1950-х років. Як зазначав М. Фрідман, жодне економічне явище не демонструє такої закономірності як взаємозв'язок між змінами грошової маси та рівнем цін, яка б базувалась на емпірично підтверджених доказах за різних умов. У межах ділового циклу ціни та обсяги виробництва, як правило, змінюються в одному напрямку, демонструючи тенденцію до зростання в періоди піднесення та до зниження в умовах спаду. Визначальну роль у виникненні таких флуктуацій відіграють монетарні фактори [46, с. 241-256].

У подальших дослідженнях, проведених М. Фрідманом спільно з А. Шварц, було проведено аналіз значних економічних коливань в США за період з 1875 по 1938 роки. За результатами дослідження було виявлено тісний взаємозв'язок між змінами у темпах зростання грошової маси та рівнях доходів і цін. Зокрема, зміни у доходах і цінах супроводжувалися зміною темпу зростання грошової маси в одному напрямку. Це підтверджує вплив грошової маси на бізнес-процеси, а не навпаки [48, с. 52-55]. У цьому контексті грошові імпульси визнаються як основний фактор, що спричиняє коливання в обсягах виробництва, рівнях зайнятості та цін [23, с. 4-5].

Однією із важливих монетарних концепцій бізнес-циклів є правило Тейлора, яке вважається концептуально близьким до правила зростання грошової маси М. Фрідмана. В той же час, його відмінною особливістю є використання відсоткової ставки в якості трансмісійного каналу впливу на економіку. У науковій літературі зазначається, що Дж. Тейлор у своєму підході не завжди наголошував на відмінностях між відсотковою ставкою та зростанням грошової маси. Це зумовлено тим, що фіксоване зростання грошової маси автоматично впливає на зміну відсоткової ставки через збільшення сукупного попиту [109, с. 95-116].

Відносна економічна стабільність, яка була характерна для економіки з початку 1980-х років, сприяла зниженню уваги до моделей ділових циклів як основного інструменту аналізу тенденцій зміни показників економічного розвитку. У дослідженнях, що присвячені аналізу особливостей ділових циклів у Сполучених Штатах до глобальної фінансової кризи 2008-2009 років та пандемії COVID-19, наголошувалося на тому, що інфляційні буми, що слугують передумовою рецесій з високим рівнем безробіття, залишилися в минулому. Формуванню такого розуміння ділових циклів сприяла низка чинників, серед яких:

1. Раціоналізація управління бізнесом: ефективне управління, що передбачає скорочення витрат і корпоративні реорганізації, розглядаються як невід'ємна частина управління бізнесом, що сприяє стабілізації економіки.

2. Технологічні прориви: інновацій в галузі комп'ютерного обладнання та програмного забезпечення сприяли підвищенню ефективності функціонування багатьох секторів економіки.

3. Покращення контролю запасів: рух запасів здійснює значний вплив на економічні коливання. Наприклад, економічні спади в економіці спричиняють накопичення запасів, які провокують подальше скорочення виробництва.

4. Зміни в структурі зайнятості: скорочення частки нестабільних галузей, таких як будівництво, в загальній структурі зайнятості на користь більш

стабільних секторів економіки, як фінанси та освіта, сприяло загальному зниженню економічної волатильності.

5. Дерегуляція економіки: посилення конкуренції у фінансовій та інших галузях економіки, сприяли підвищенню конкуренції та зростанню продуктивності.

6. Політика зменшення циклічної нестабільності: ефективні дії уряду, зокрема Федеральної резервної системи (ФРС), спрямовані на удосконалення процесів прогнозування інфляційних тенденцій та завчасне реагування (наприклад, підвищення короткострокових відсоткових ставок), дозволили зменшити циклічні коливання в економіці [154, с. 2-7].

В той же час, як свідчать результати проведеного аналізу, глобальна фінансова криза 2008-2009 років та екзогенний шок, спричинений пандемією COVID-19, виявили певну передчасність висновків про зниження значущості моделей ділових циклів. Це підтверджує актуальність використання моделей ділових циклів для аналізу економічних флуктуацій, зокрема в умовах економічних шоків та нестабільності.

Концепція Кідланда-Прескота. На переконання Ф. Кідланда, технологічні потрясіння є ключовим драйвером економічних флуктуацій, включаючи післявоєнні цінові шоки та ділові цикли в цілому. Основу моделі складають міжчасовий розподіл між працею та дозвіллям як реальним механізмом розповсюдження потрясінь та компроміс між кількістю грошових запасів домогосподарств і рівнем відпочинку. Для оцінки впливу цих змін автор пропонує проводити порівняння динаміки реального ВВП з грошовим агрегатом M1 та динаміки реального ВВП з рівнем інфляції.

Дана модель враховує неоднорідність між економічними агентами (індивідами чи групами індивідів (секторами економіки)). Умовно, економіка розглядається як сукупність розділених між собою «острівців», кожен з яких стикається з шоком продуктивності, який впливає на рівень реальної заробітної плати. Особливістю цієї моделі є те, що на початковому етапі шоку економічні агенти спостерігають лише динаміку номінальних ставок оплати праці, що

впливає на їхні рішення про обсяг часу, протягом якого вони готові працювати [70, с. 1-3].

Результати аналізу ключових макроекономічних показників розвитку Сполучених Штатів Америки у період кризи, спричиненої пандемією COVID-19, демонструють різке зниження реального ВВП у 2020-2021 роках, в той час як значення грошового агрегату М1 демонструє тенденцію до суттєвого зростання (рис. 2.1). Дана динаміка свідчить про перевагу ліквідності в умовах кризи, коли економічні агенти надають перевагу накопиченню ліквідних активів. Крім того, наведені результати засвідчують суттєвий вплив антикризових заходів, серед яких розширення центральним банком грошової маси для підтримки ліквідності в економіці.

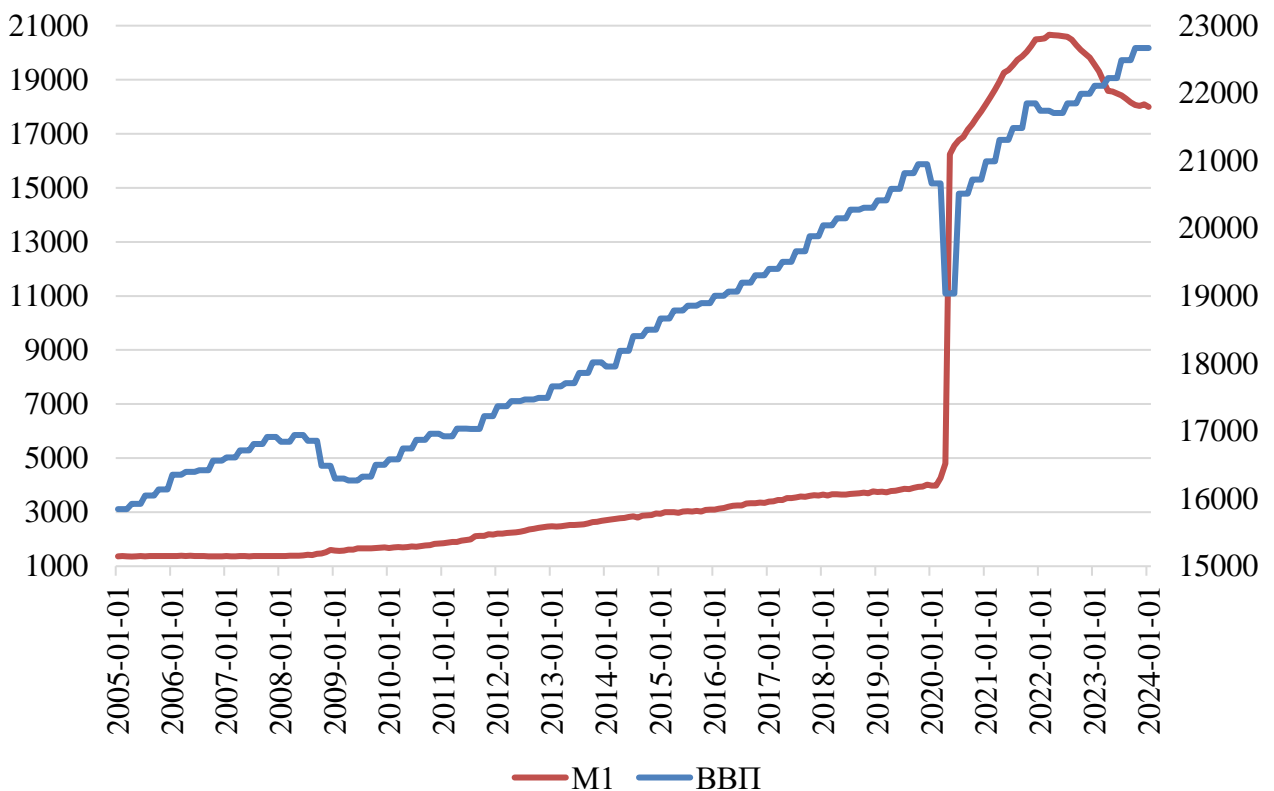


Рисунок 2.1 – Динаміка ВВП та грошового агрегату М1 у США з 2005 по 2024 роки

Джерело: побудовано за даними [171]

Протягом аналізованого періоду спостерігається різке зниження обсягу промислового виробництва, що за своєї глибиною є співставним з кризою 2008-

2009 років (рис. 2.2). Ця тенденція відображає значні структурні та тимчасові шоки, пов'язані з пандемією COVID-19, включаючи збої у міжнародних ланцюгах поставок, зниження або зупинення виробничих потужностей, зниження споживчого попиту тощо.

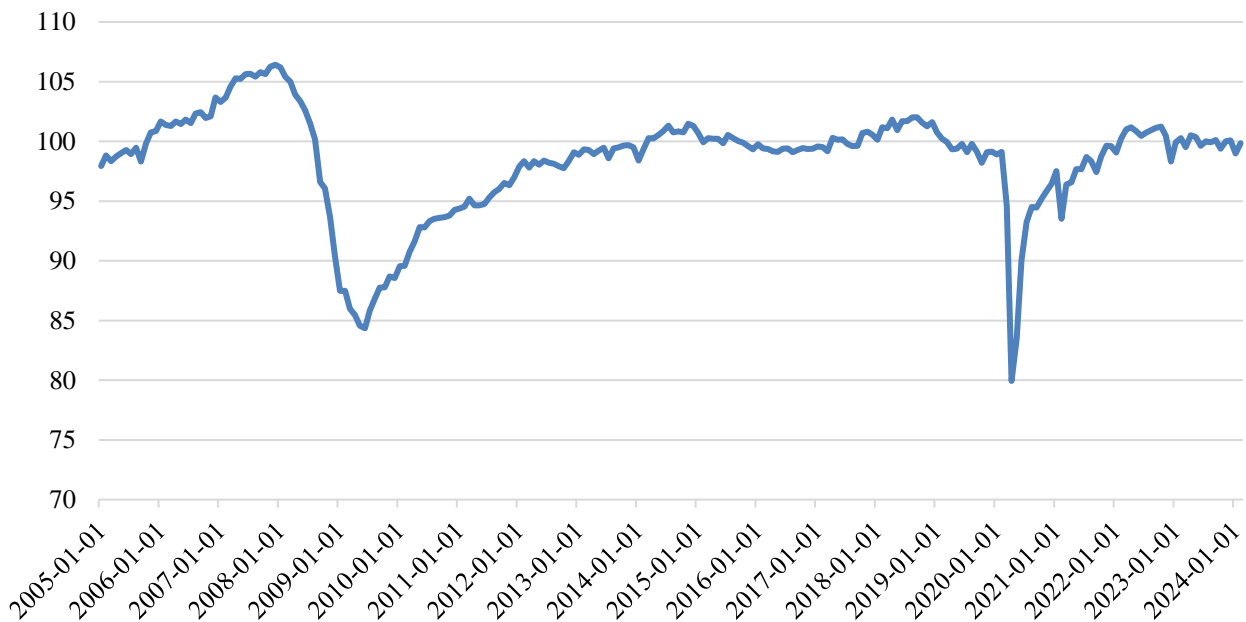


Рисунок 2.2 – Динаміка індексу промислового виробництва США з 2005 по 2024 роки

Джерело: побудовано за даними [171]

Наведені на рисунку 2.3 результати співвідношення обсягу ВВП та рівня заощаджень населення засвідчують, що в періоди економічного спаду (2008-2009, 2020 роки) спостерігається зворотний зв'язок між цими показниками. Під час кризи 2008-2009 років зниження ВВП супроводжувалося відносною стабільністю або навіть зростанням рівня заощаджень. Це свідчить про те, що в умовах невизначеності домогосподарства надають перевагу накопиченню капіталу, обмежуючи при цьому поточне споживання.

Під час пандемії COVID-19 різке зниження ВВП супроводжувалося суттєвим зростанням рівня заощаджень. Однією із причин цього слугувало запровадження урядом стимулюючих заходів, в тому числі прямої фінансової підтримки домогосподарствам, що призвело до накопичення унаслідок зниження обсягів споживання під вплив локдаунів.

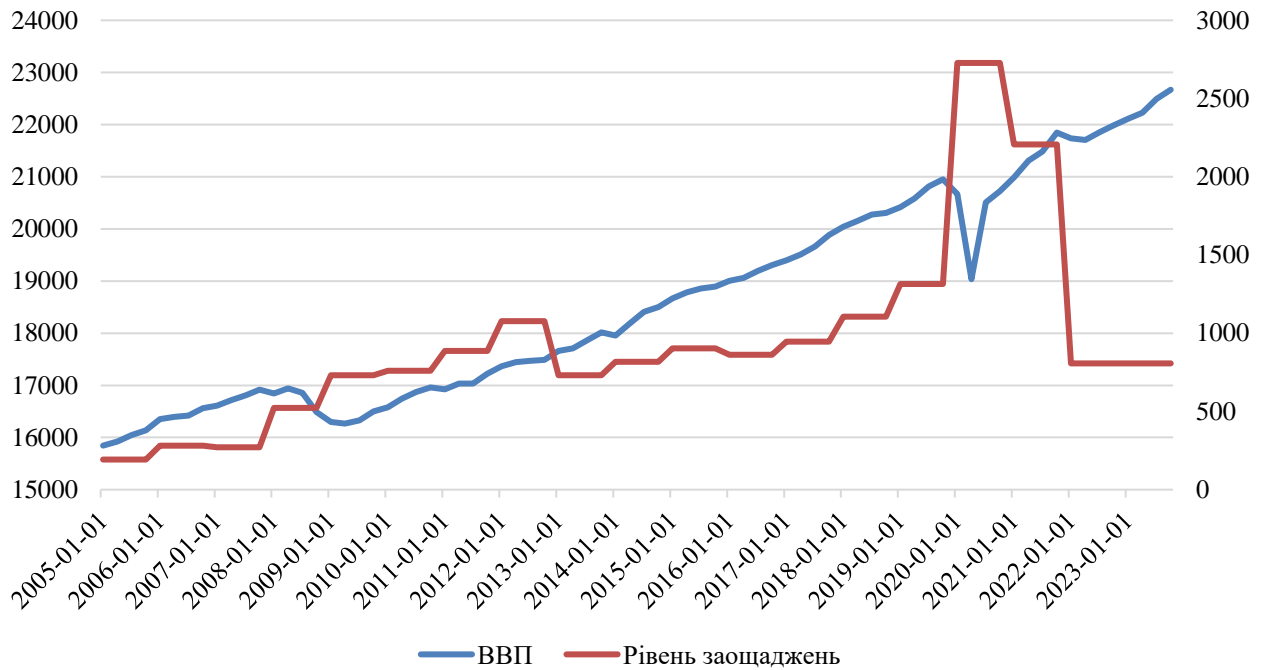


Рисунок 2.3 – Динаміка ВВП та рівня заощаджень населення у США з 2005 по 2023 роки

Джерело: побудовано за даними [171]

Відправною точкою моделі Кідланда-Прескота стало визнання того, що економіка Сполучених Штатів Америки та багатьох країн Західної Європи демонстрували середній темп зростання на рівні 2% протягом останнього століття. Це дозволило авторам зробити висновок про визначальну роль технологічного зростання не лише у забезпеченні довгострокового зростання, але й формуванні короткострокових коливань.

Виходячи з припущення про досконалу конкуренцію, постійне очищення ринку та інші аспекти функціонування економіки, автори відзначали, що зростання виробництва зумовлене зростанням витрат праці та капіталу. При цьому залишковий компонент, відомий як «залишок Солоу», у рамках моделі інтерпретується як показник технологічного зростання [71].

У свою чергу, Е. Прескот зазначав, що описані у моделі закономірності ділових циклів, пояснюються виходячи з ключових засад теорії економічного зростання Р. Солоу. Споживання, інвестиції та реальна заробітна плата мають проциклічний характер, тобто їх динаміка має позитивну кореляцію з обсягами

виробництва, в той час як більшість його флуктуацій пояснюються коливаннями затрат праці [123, с. 4-7].

У 1956 році Р. Солоу розробив модель довгострокового економічного зростання, в якій було проігноровано окремі аспекти, притаманні кейнсіанському аналізу (жорсткість заробітної плати, перевага ліквідності та невизначеність тощо). Замість цього автором було запропоновано модель, що базувалася на технологічних можливостях економіки, визначених через коефіцієнт участі капіталу і праці як основних факторів виробництва, та принципі граничної продуктивності факторів (через ставку реальної заробітної плати та припущення про повне залучення наявного капіталу в процес виробництва) [139, с. 65-94].

Р. Солоу висловлював критичне ставлення до концепції ділових циклів Кідланда-Прескота. На думку автора, початкова модель досліджуваного реального бізнес-циклу ґрунтується на низці неправдоподібних припущень. Зокрема, Солоу вважав нераціональною та необґрунтованою гіпотезу про здатність сучасної індустріальної економіки здійснювати нескінченну максимізацію корисності єдиного репрезентативного споживача і втілювати його бажання в реальність [61].

Крім того, концепція Ф. Кідланда та Е. Прескота є логічним продовженням теорії ділових циклів Р. Лукаса. Згідно з Р. Лукасом, ключовою проблемою теорії ділових циклів було включення циклічних явищ до теорії економічної рівноваги, з якою вони, на перший погляд, перебувають у протиріччі [81, с. 7-9].

Оскільки індустріально розвинені ринкові економіки характеризуються постійним зростанням, Р. Лукас визначав ділові цикли як відхилення реального валового національного продукту від його тенденційного рівня. Однак, зазначений підхід мав певний недолік, що полягав у відсутності чіткого визначення тенденції, що унеможливило встановлення відхилень у межах ділових циклів. Намагаючись вирішити дану проблему, Ф. Кідланд та Е. Прескот визначили тенденцію через теорію зростання, відповідно до якої довгострокова тенденція в економіці формується під впливом екзогенного технологічного

впливу, який максимізує використання трудових ресурсів та відбувається з постійною швидкістю. Таким чином, ефективність праці збільшується з певною постійною швидкістю, що дозволяє більш точно оцінювати відхилення у межах ділових циклів [73, с. 8].

Як свідчать наведені на рисунку 2.4 дані, на початковому етапі пандемії COVID-19, відбулося значне зниження продуктивності у виробничій сфері США, що було зумовлено шоками пропозиції, локдаунами та збоями в ланцюгах поставок. Однак, швидка адаптація бізнесу до нових умов, впровадження технологічних інновацій та поступове відновлення економічної активності сприяли відновленню економічної активності та перевищенню показників доковідного рівня вже до кінця 2020 року, демонструючи стійкість та гнучкість економіки США в умовах кризи.

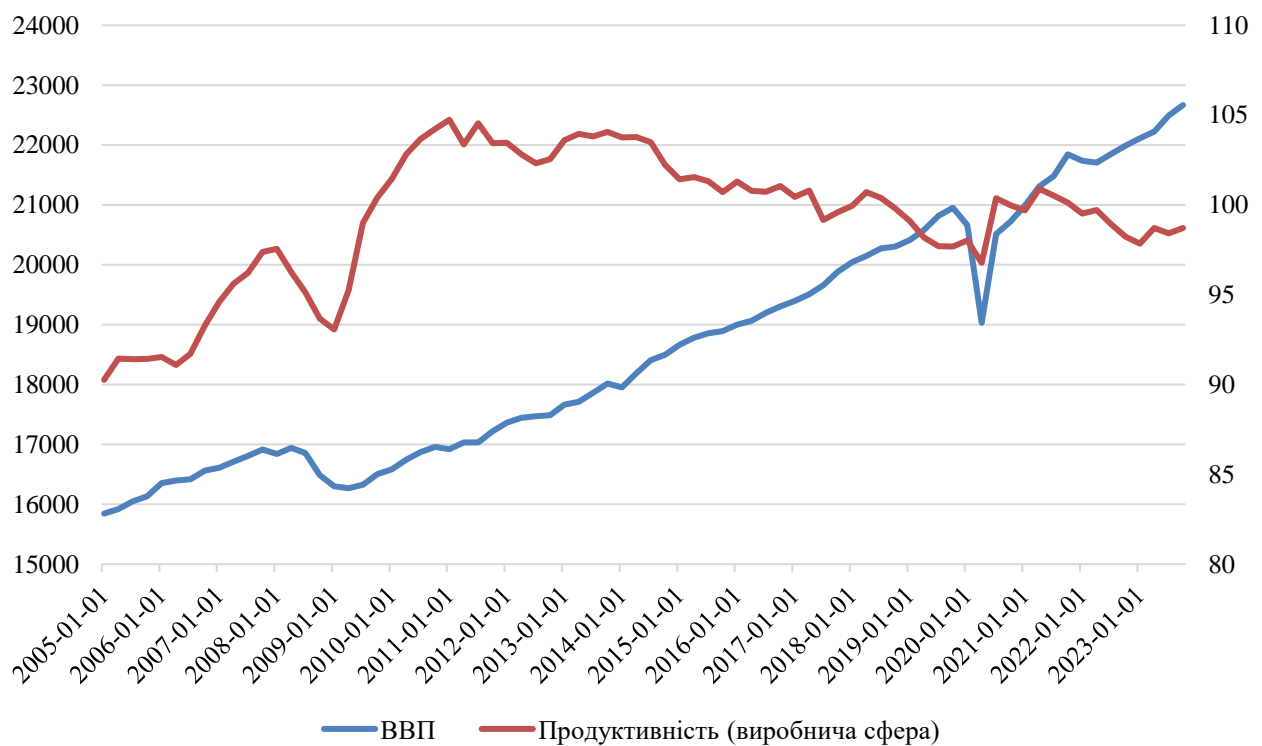


Рисунок 2.4 – Динаміка ВВП та індексу продуктивності (виробнича сфера) у США з 2005 по 2023 роки

Джерело: побудовано за даними [171]

Наведені на рисунку 2.5 дані про рівень безробіття у США у період пандемії COVID-19 демонструють обернену залежність із відновленням продуктивності у виробничій сфері. У квітні 2020 року рівень безробіття досягнув піку в 14,8%, що було одним із найвищих показників у сучасній історії. Це було зумовлено масовим скороченням працівників через локдауни і призупинення діяльності багатьох підприємств.

Поступове відновлення економіки сприяло поверненню рівня безробіття у березні 2022 року до доковідного рівня (3,6%), що свідчить про стабілізацію ринку праці після шоку.

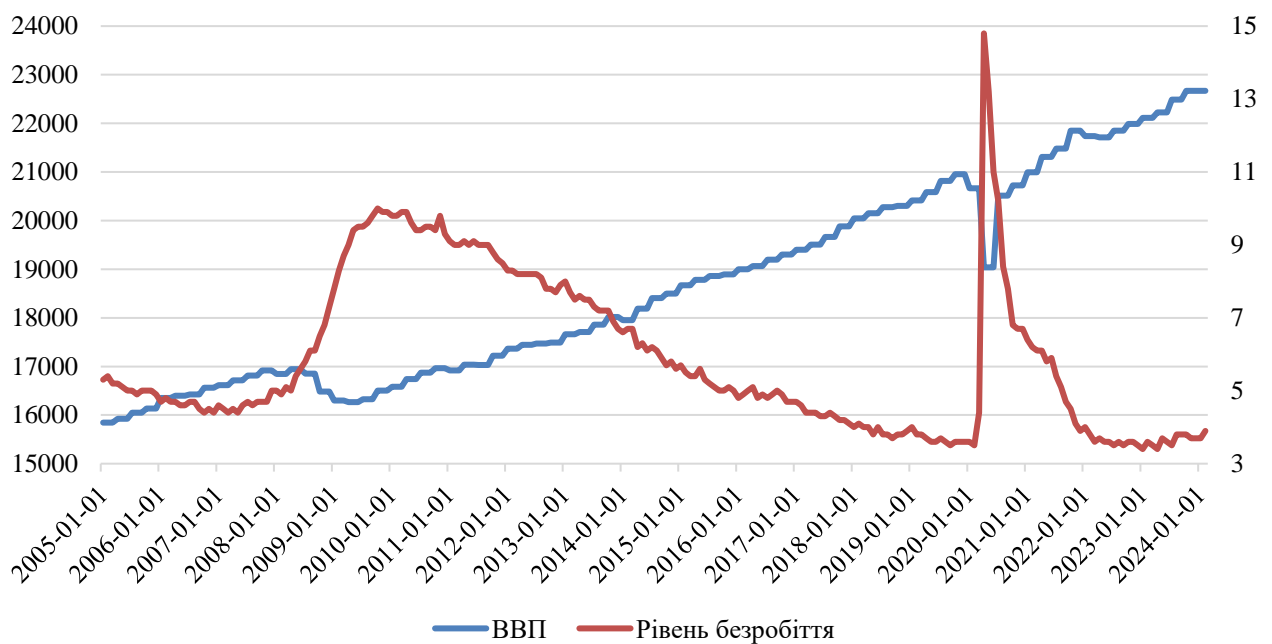


Рисунок 2.5 – Динаміка рівня ВВП та безробіття у США з 2005 по 2024 роки

Джерело: побудовано за даними [171]

Таким чином, результати проведеного аналізу засвідчують, що зростання рівня безробіття у період кризи супроводжувалось підвищенням продуктивності праці, що, у сукупності, сприяло пом'якшенню масштабів падіння реального ВВП у США.

У монетарній сфері аналізованого періоду переважала тенденція до дефляційного тиску, що стимулювало Федеральну резервну систему до

зниження відсоткової ставки (рис. 2.6). Такий підхід відповідає концепції реальних бізнес-циклів, згідно з якою монетарна політика відіграє антициклічну роль в умовах економічних шоків та потрясінь.

При цьому комплекс заходів, спрямованих на боротьбу з економічними наслідками кризи, мав в основному фіскальний характер, і передбачав безпрецедентне зростання державних витрат на допомогу населенню та відновлення економічної активності.

У той же час, у грошово-кредитній сфері найбільше занепокоєння викликало накопичення банками резервів, що створювало ризик інфляційного тиску у посткризовий період [135, с. 3-20].

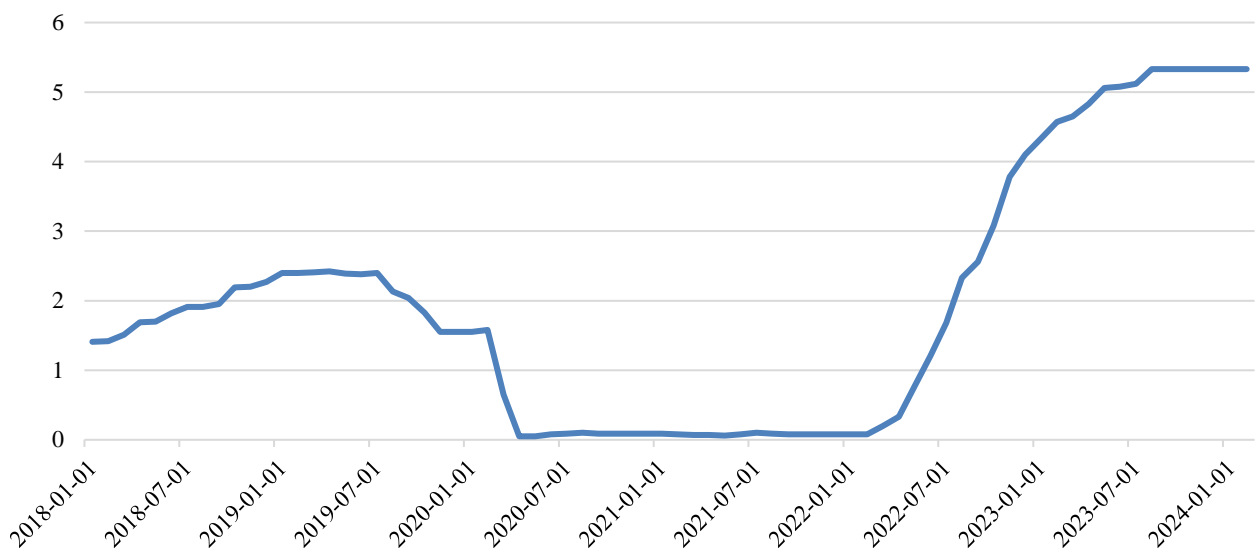


Рисунок 2.6 – Динаміка ставки Федеральної резервної системи США з 2018 по 2024 роки

Джерело: побудовано за даними [171]

Окремий напрямок досліджень присвячений аналізу міжнародних аспектів ділових циклів, зосереджуючи увагу на економічних зв'язках між країнами та механізмах передачі сукупних коливань між ними. Дані дослідження включають аналіз волатильності торгівельних балансів країн, їх кореляції з обсягами виробництва, динаміки зміни цін на товари, що вироблені як в середині країни, так і за її межами [4, с. 14-29]. Врахування міжнародних аспектів ділових циклів змінює варіативність економічної поведінки індивідів. Завдяки міжнародному

руху капіталу у економічних агентів з'являється можливість користуватись додатковою циклічною мінливістю інвестицій, що відкриває нові можливості для оптимізації процесів розподілу та управління ресурсами [5, с. 1-3].

Однак, досліджувана концепція в значній мірі спрощувала умови аналізу економічних коливань. Е. Прескот визнавав, що спади чи економічні коливання є результатом впливу багатьох випадкових причин. У зв'язку з цим концепція реальних ділових циклів не дозволяє визначити причини зміни економічної продуктивності. За її допомогою можна кількісно оцінити масштаби флуктуацій та спрогнозувати їх наслідки, однак неможливо визначити природу та характер конкретних шоків продуктивності [60].

У науковій літературі наголошують, що концепція Ф. Кідланда та Е. Прескота аналізує функціонування конкурентної економіки, в якій економічні агенти мають певний доступ до інформації [138, с. 33-35], що в реальних умовах є малоймовірним. Індивідуальний вибір у будь-який момент часу визначається очікуваннями економічних агентів щодо майбутніх подій. Зміни в цих очікуваннях можуть суттєво вплинути на ухвалення рішень, навіть за відсутності змін у поточних обмеженнях. В той же час, концепція Ф. Кідланда та Е. Прескота припускає, що ринки є конкурентними і вся інформація на них є загальнодоступною для економічних агентів [84, с. 5-6].

Окрема частина концепції Ф. Кідланда та Е. Прескота стосується вимог до активістської стабілізаційної політики. Автори відкидають оптимальну теорію контролю (optimal control theory), яка є ефективною в умовах, коли результати залежать виключно від поточних і минулих рішень. Проте, автори зазначають, що даний підхід є не придатним для використання для складних динамічних економічних систем.

На думку дослідників, активна стабілізаційна політика може сприяти посиленню економічної нестабільності. За відсутності перевіреної теорії економічних коливань, активістська стабілізаційна політика може бути ризикованою, а тому краще уникати надмірного втручання держави. На думку авторів, орієнтація на політичні правила, такі як планомірне зростання грошової

маси або забезпечення стабільних ставок податків, є більш надійним інструментом довгострокового управління економікою [75, с. 473-492].

У цьому аспекті дослідники продовжують розвивати теорію Р. Лукаса щодо бажаних інструментів реалізації стабілізаційної політики. Відповідно до даного підходу, досягнення рівноважного стану ділової активності можливе за умови попереднього встановлення суворих обмежень щодо масштабів урядової антициклічної політики. Даний підхід базується на припущенні, що надмірне та необґрунтоване втручання центральних банків може стати каталізатором економічних коливань, в той час як підвищення монетарної стабільності має сприяти зменшенню сукупної мінливості економічної системи.

Проте, навіть за сприятливої монетарної та фіскальної політики певний рівень економічної мінливості все рівно залишатиметься [81, с. 25-26]. Це зумовлено впливом таких факторів як технологічні шоки або зміни у глобальній економічній кон'юнктурі, які не залежать від внутрішніх інструментів управління.

Австрійська школа. Австрійська теорія ділового циклу є моделлю, що заснована на концепції монетарного помилкового сприйняття (monetary misperceptions model), відповідно до якої фаза економічного підйому є результатом монетарного шоку, який спричиняє викривлення в розподілі ресурсів. У фазі підйому відбувається більш інтенсивне використання капіталу і праці, що призводить до перевиробництва. Унікальність даної теорії полягає у зосередженні на структурі виробництва. На відміну від стандартних моделей, які розглядають споживання та інвестиції в якості складових сукупного випуску, представники Австрійської школи розглядають ці складові на різних етапах виробничого процесу. Це дає змогу краще зрозуміти взаємодію між елементами економічної системи і створює основу для пояснення ділового циклу [82, с. 156-158].

Ключовою особливістю даної теорії є врахування фактору часу, що полягає у визнанні того, що виробничі процеси вимагають часу, що зміщує акцент аналізу на структуру капіталу та стадійність виробництва [131, с. 226-228].

Таким чином, представники даної наукової школи наголошують на тому, що зміни в часовій структурі капіталу можуть викликати суттєві коливання економічної активності, що і визначає динаміку ділового циклу.

Відповідно до даної теорії ділового циклу рушійними силами економічних флуктуацій є виключно монетарні чинники. Рівновага на кредитному ринку досягається за умови балансу між заощадженнями та інвестиціями. Монетарний шок призводить до зростання пропозиції позикових коштів порівняно з попитом на них, тим самим знижуючи ринкову відсоткову ставку відносно природнього її рівня. Однак, такий дисбаланс носить тимчасовий характер. Економічні агенти, не усвідомлюючи природу даних змін, хибно вважають, що зниження відсоткової ставки є результатом ділового циклу [65, с. 332-335].

У період кредитної експансії, збільшення грошової маси створює дисбаланс між заощадженнями та інвестиціями. Це зумовлено штучним зниженням ринкової відсоткової ставки внаслідок маніпуляції з грошовою масою. У результаті, проекти, які не вважалися прибутковими, починають вважатися прибутковими і активно реалізовуватись. Ця ситуація впливає не лише на інвестиції, але й на заощадження, оскільки вигоди від відкладеного стають менш привабливими. Таким чином, за нижчої відсоткової ставки споживачі починають збільшувати поточне споживання, що лише поглиблює розрив між фактичними заощадженнями та потребою в інвестиційних ресурсах.

Через інфляційний бум у домогосподарствах створюється ілюзія зростання добробуту та формується більш оптимістичне уявлення щодо майбутніх доходів. Це спонукає їх до збільшення обсягів споживання та скорочення заощаджень через помилкове враження, що їх фінансові можливості дозволяють їм підтримувати такий рівень витрат [130, с. 1-8].

Крім того, зниження відсоткової ставки провокує зростання попиту на капітал для реалізації капіталомістких проєктів, оскільки зменшення вартості кредитних коштів робить такі інвестиції більш привабливими. Вище зазначене є однією із ключових особливостей австрійської теорії ділового циклу, яка

розглядає зміни в сукупній економічній діяльності через зміни в структурі виробництва [19, с. 243].

Описана модель Австрійської теорії ділового циклу стикається з критикою щодо її життєздатності, оскільки рівень відсоткової ставки є результатом не зміни часових переваг економічних агентів, а штучним втручанням центрального банку шляхом застосування інструментів монетарної політики. У разі проведення центральним банком експансійної політики інвестиційні витрати перевищують рівень заощаджень домогосподарств. Відсоткова ставка, яка встановлюється нижчою за рівноважну, призводить до подовження тривалості виробництва споживчої продукції, а також стимулює споживачів до негайного задоволення потреб, посилюючи дисбаланс між виробництвом та споживанням. За цих умов, крах економічної структури стає неминучим, оскільки в певний момент підприємці починають усвідомлювати неможливість завершення розпочатих виробничих процесів через обмеженість ресурсів. Таким чином, фаза розширення циклу фактично створює умови для наступного спаду, демонструючи циклічну природу [19, с. 243-244].

Як зазначає Г. Хаберлер, кожне циклічне економічне зростання супроводжується посиленням інфляційного тиску, що спричиняє надмірні інвестиції на ранніх стадіях виробництва або подовження періоду виробництва. Інфляційний бум, підтримуваний надлишковими грошовими вливаннями, спричиняє пролонгацію фази підйому, створюючи ілюзію економічного зростання. Однак, чим тривалішим буде період штучного підтримування буму, тим гострішою і болючішою будуть наслідки неминучої кризи [52, с. 423-428].

Експансійна фаза циклу завершується у відповідь на дії центрального банку, спрямовані на боротьбу з прискоренням інфляції. Як правило, дані заходи передбачають суттєве обмеження банківських резервів, що знижує доступність кредитних ресурсів. У результаті, кредитні ринки стають більш жорсткими, а відсоткова ставка зростає до природнього рівня, звужуючи інвестиційні можливості до меж, визначених обсягом добровільних заощаджень [129, с. 7-13].

У науковій літературі виділяють наступні складові ділового циклу, ґрунтуючись на поглядах представників Австрійської школи [49, с. 438-442].

1. *Ціни як сигнали.* Ціни формуються через взаємодію всіх учасників ринку, виконуючи функцію передавачів інформації (про зміну оцінок, зроблених споживачами, відносний дефіцит ресурсів тощо) та формуючи основу для економічної координації. Однак, досить часто учасники ринку залежать від номінальних змін цін, сприймаючи їх як реальні. Сфальсифіковані монетарною маніпуляцією цінові сигнали створюють основу для економічної дискоординації, коли ресурси розподіляються неефективно, оскільки перестають відображати реальну ситуацію в економіці.

2. *Відсоткова ставка як механізм міжчасової координації.* Відсоткова ставка виконує важливу роль у збалансуванні заощаджень та інвестицій. Її коливання, викликані, наприклад, зміною схильності до заощаджень, впливають не лише на рівень інвестицій, а й на їх структуру. Нижча відсоткова ставка заохочує інвестиції у триваліші проекти, орієнтовані на віддалене майбутнє, оскільки вартість капіталу стає нижчою.

3. *Гроші як ілюзорні заощадження.* Штучно занижена відсоткова ставка, яка є результатом монетарних маніпуляцій, створює ілюзію достатнього рівня заощаджень в системі. Це спонукає інвесторів до збільшення запозичень, у той час як домогосподарства скорочують рівень своїх заощаджень. Таким чином, грошові маніпуляції створюють несприятливі умови, що провокують міжчасову дискоординацію, яка зрештою є основою для економічного спаду.

4. *Міжчасова взаємодоповнюваність капіталу.* Капітальні блага є неоднорідними за своєю природою і мають різні ступені взаємозамінності та взаємодоповнюваності. Проблема інвестування полягає в тому, щоб спрямувати ресурси на ранні стадії виробництва, зарезервувавши при цьому певну їх кількість для завершення більш пізніх етапів виробництва. Штучно занижена відсоткова ставка змінює даний процес за рахунок необґрунтованого подовження процесу виробництва, оскільки підприємці вважають капіталовкладення у довгострокові проекти економічно обґрунтованими.

5. *Ефект Рікардо*. Даний ефект у його початковому розумінні стосувався витіснення праці машинами у відповідь на зміну ставки відсотка. У цьому контексті машини розглядаються як довгостроковий фактор виробництва, тоді як праця – як короткостроковий. З позиції представників Австрійської школи під час ранньої фази ділового циклу штучно занижена відсоткова ставка стимулює інвестиції у капітальні блага вищого порядку – ті, що використовуються для створення благ нижчих порядків. Зростання попиту на капітальні блага нижчого порядку призводить до підвищення цін на ресурси, необхідні для їх виробництва. Одночасне зростання попиту на кредитних ринках стимулює підвищення відсоткової ставки, яка обмежує можливості для здійснення подальших інвестицій у капітальні блага вищого порядку та заохочує підприємців ліквідувати незавершені виробничі проекти.

6. *Рух попиту на кінцеву продукцію та фактори виробництва в протилежних напрямках*. Практично для всіх макроекономічних теорій характерне припущення про те, що попит на кінцеву продукцію та фактори виробництва завжди рухаються в одному напрямку. В той же час, представники Австрійської школи визнають можливість їх руху в протилежних напрямках, що є однією із ключових відмінностей даної теорії від інших економічних підходів.

Переміщення ресурсів між споживанням та інвестиційною діяльністю і між різними стадіями виробничого процесу у відповідь на зміну уподобань домогосподарств у часі сприяє координації в економіці. В той час, як аналогічне переміщення ресурсів у відповідь на монетарні маніпуляції спричиняє виникнення міжчасової дискоординації.

7. *Повнота знань економічних агентів*. Однією із ключових особливостей Австрійської школи є визнання того, що економічні агенти можуть діяти у середовищі обмежених знань. Експансійна монетарна політика спонукає зміну поведінки учасників ринку, спонукаючи їх приймати рішення, які вони б не ухвалили за традиційних умов. Це відбувається під впливом відсутності у учасників ринку достатніх знань (про вподобання споживачів, доступність

ресурсів і технологій, плани інших учасників ринку тощо) та доступу до повної інформації.

Аналізуючи роль монетарної політики у період криз 2008-2009 років, варто зазначити, що вона сприяла відновленню інтересу до питання оптимальних меж реакції центральних банків на формування потенційних цінових бульбашок на ринку активів («Lean» Versus Clean» Debate). Ціни на активи є центральним елементом трансмісійних механізмів монетарної політики, що обумовлює необхідність врахування їх зміни у процесі прийняття рішень.

Центральний банк може реалізувати заходи спрямовані на уповільнення темпів зростання можливої бульбашки цін на активи заздалегідь або реагувати лише після її виникнення, спрямовуючи зусилля на стабілізацію інфляції («доктрина Грінспена») [123, с. 17-21].

А. Я. Шварц звертала увагу на два аспекти політики центральних банків у цьому випадку: перший був спрямований на застереження центральних банків від участі в експансійній політиці, оскільки це може спровокувати додаткові зміни цін на активи. Друге полягало у тому, що монетарна політика не має бути спрямована на дефляцію цінових бумів на ринку активів, оскільки Федеральна резервна система не має компетенції виступати арбітром «справедливого» рівня цін на активи [133, с. 23-24].

Згідно з поглядами представників Австрійської школи, криза 2008-2009 років стала результатом попередньої експансійної монетарної політики Федеральної резервної системи США, яка не мала достатнього економічного підґрунтя. Основним джерелом кризи був ринок нерухомості, де формування цінових бульбашок на активи у цій сфері слугувало передумовою для подальшого економічного спаду.

Наведена на рисунку 2.7 динаміка індексу ринку нерухомості США, що базується на оцінці умов продажу нових будинків за період з 2003 по 2013 рік, дозволяє зробити наступні висновки:

Зростання індексу до 2005 року свідчить про активний розвиток ринку нерухомості, підтримуваний доступними кредитами та експансійною монетарною політикою. Саме в цей період відбулося формування цінової бульбашки.

Різде падіння індексу у 2006-2009 роках і досягнення ним мінімальних значень у період фінансової кризи є результатом обвалу ринку нерухомості, який був ключовим тригером глобальної фінансової кризи.

Поступове зростання індексу після 2010 року свідчить про стабілізацію ринку нерухомості після кризи під впливом реалізовуваних центральним банком антикризових заходів (зниження відсоткових ставок, державна підтримка).

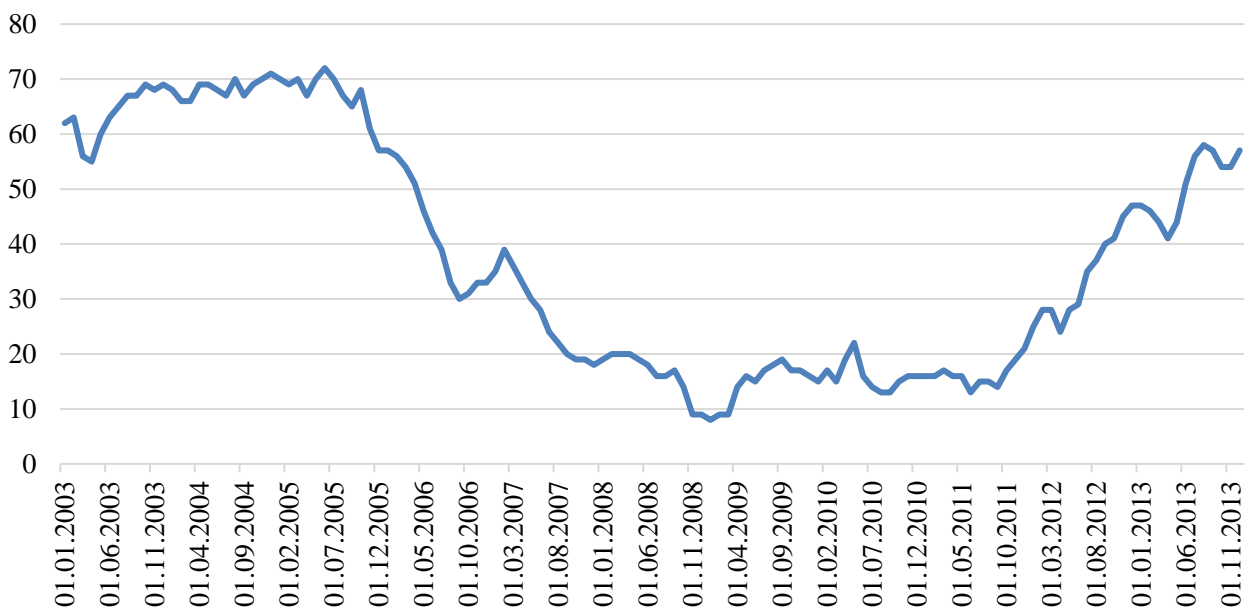


Рисунок 2.7 – Динаміка індексу нерухомості в США з 2003 по 2013 роки.

Джерело: побудовано за даними [168]

Таким чином, наведені результати підтверджують припущення представників Австрійської школи про те, що надмірна монетарна експансія, яка сприяла формуванню цінової бульбашки на ринку нерухомості, слугувала причиною кризи 2008-2009 рр.

Після значного підйому, під час фінансової кризи 2008-2009 років відбулося різке зниження індексу виробничої сфери в США (рис. 2.8). Дані тенденції є відображенням суттєвого зниження обсягів виробництва, під впливом кризових

явищ, що свідчить про швидке поширення кризи з фінансового сектору на реальний сектор економіки.

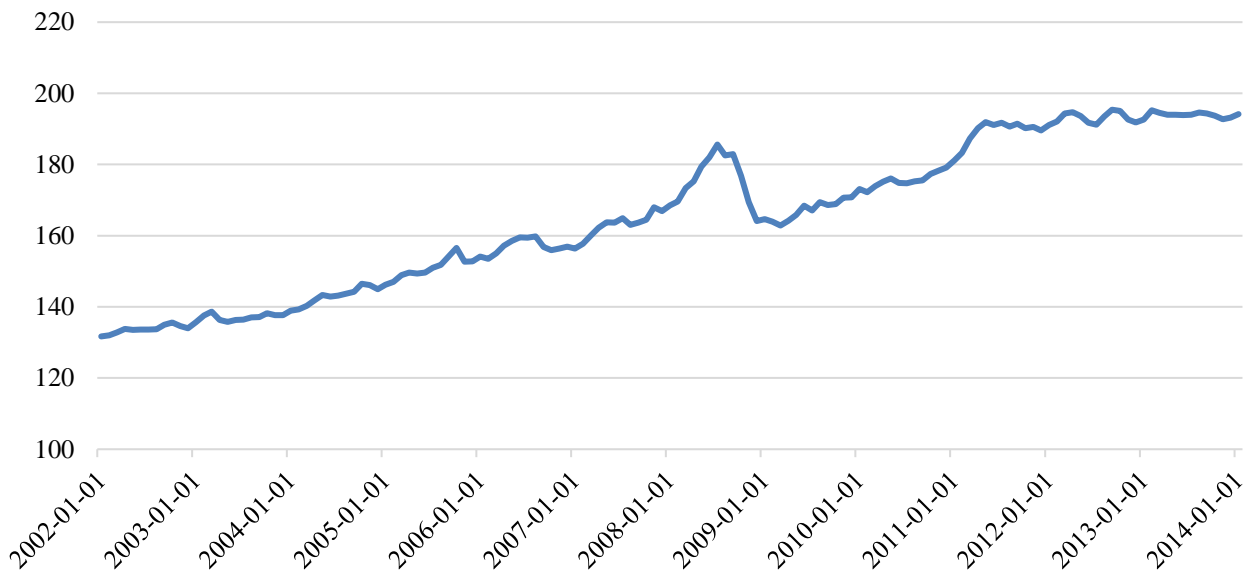


Рисунок 2.8 – Динаміка індексу виробничої сфери в США з 2002 по 2014 рік

Джерело: побудовано за даними [171]

Співставлення події, що передували кризі 2008-2009 років, із висновками досліджуваної теорії, дозволяє виділити ключову особливість Австрійської теорії дисбалансів: штучне заниження відсоткової ставки та експансійна монетарна політика стали основними тригерами формування дисбалансів в економіці, а надмірні інвестиції в капіталомісткі проекти сформували передумови для краху в економіці.

А. Янг визначає досвід США у період з 2002 року до 2012 року як приклад австрійського циклу «бум-спад» [153, с. 3-6]. У цьому контексті Дж. Тейлор, аналізуючи політику Федеральної резервної системи щодо ставки федеральних фондів за період 2000-2006 років, звертає увагу на відхилення від усталених монетарних підходів, які проводилися впродовж попередніх періодів.

Зокрема, з 2002 до середини 2004 років Федеральна резервна система (ФРС) відмовилася від дотримання політики, яку проводила протягом попереднього 20-річного періоду. Це передбачало відхилення від запропонованого у 1992 році

так званого правила Тейлора, яке пов'язувало рівень відсоткової ставки центрального банку з фактичною інфляцією та відхиленням ВВП від його потенційного рівня. Протягом зазначеного періоду ставка федеральних фондів ФРС була значно нижчою за ставку відсотка, яка згідно з правилом Тейлора, мала бути встановлена виходячи з існуючих економічних показників. Таким чином, автор наголошує на наявності чітких доказів того, що в період, який передував буму на ринку нерухомості, були надмірні вливання грошової маси.

Фактично дії ФРС носили дискреційний характер, оскільки вони відхилялися від звичного способу проведення монетарної політики з метою уникнення дефляції [149, с. 2-4].

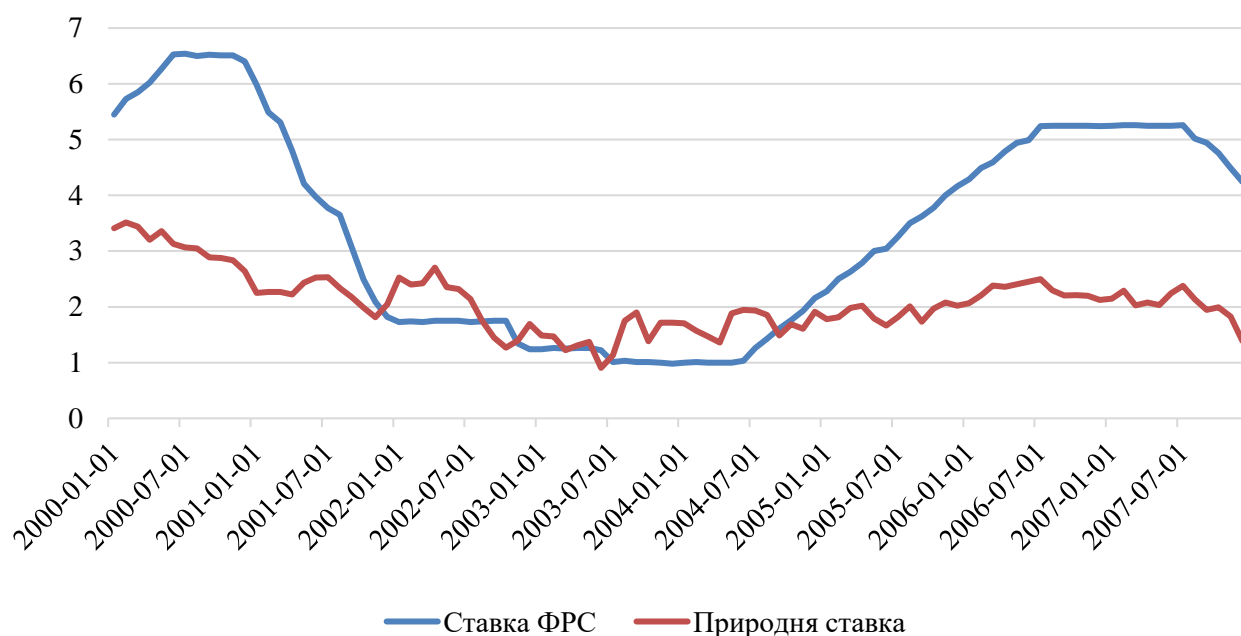


Рисунок 2.9 – Динаміка ставки федеральних фондів ФРС та природньої ставки відсотка в США з 2000 по 2007 роки

Джерело: побудовано за даними [171]

Наведене на рисунку 2.9 співвідношення між ставкою федеральних фондів ФРС та природньої ставкою відсотка в США за період з 2000 по 2007 роки дозволило зробити наступні висновки:

Значне зниження ставки федеральних фондів свідчить про експансійну монетарну політику ФРС, яка призвела до виникнення надлишкової ліквідності на фінансових ринках.

Поступове підвищення ставки федеральних фондів з середини 2004 року сприяло незначному підвищенню її значення, однак наслідки попередньої монетарної експансії вже сприяли формуванню дисбалансів у структурі економіки.

Тривале перебування ставки нижче її природного рівня сприяло стимулюванню надмірних інвестицій. Крім того, це створило передумови для немотивованого розширення і, як наслідок, подальшого спаду в економіці. Зазначене вище відповідає висновкам Австрійської школи щодо впливу монетарної політики на формування ділового циклу.

2.2 Закономірності розвитку монетарної політики в періоди економічних флуктуацій

Монетарна політика країни характеризується низкою показників, які спрямовані на забезпечення економічної стабільності в країні, контролю над інфляцією та зростання економіки і дозволяють оцінити її ефективність та спрямованість. До основних показників, що характеризують монетарну політику належать облікова ставка, процентні ставки, грошова маса, резервні вимоги, операції на відкритому ринку, курс валют, кредитний імпульс, інтервенції на валютному ринку, рівень зайнятості.

Одним з найважливіших інструментів монетарної політики, що використовується для регулювання економічної активності суб'єктів грошово-кредитного ринку, контролю за інфляцією є облікова ставка. Вона є вагомим інструментом контролю за рівнем інфляції в країні, підвищення якого сприяє зниженню вартості кредитних ресурсів та споживчого попиту, зростанню цін.

За умови зростання рівня інфляції підвищення Національним банком облікової ставки може сприяти зменшенню обсягу наданих кредитів і, як наслідок, грошової маси, що перебуває в обігу. В кінцевому результаті це позитивно позначається на інфляційному тиску в країні.

Безпосередній вплив облікової ставки НБУ на рівень доступності кредитів як для бізнесу, так і для населення обумовлює її вагому роль, як складової монетарної політики, в стимулюванні економічної активності в країні. Зниження облікової ставки і відповідно зростання доступності кредитних ресурсів призводить до зростання інвестиційної активності економічних суб'єктів та споживчого попиту. Таким чином, залежно від потреб економіки та поточної ситуації в країні (економічний спад чи підйом) Національний банк за рахунок зміни облікової ставки визначає напрямок і характер монетарної політики, що спрямована на стимулювання або стримування економічної активності.

Не менш важливою є роль облікової ставки в регулюванні грошової маси. Шляхом безпосереднього впливу на доступність та вартість кредитних ресурсів облікова ставка регулює обсяг грошей, що перебуває в обігу: підвищення облікової ставки зменшує попит на кредитні ресурси і, відповідно, гальмує зростання обсягу грошової маси, в той час як зниження ставки стимулює залучення нових кредитів і, як наслідок, зростання грошової маси в економіці.

Крім того, облікова ставка визначає привабливість національної валюти для іноземних інвесторів. Вища ставка сприяє зміцненню національної грошової одиниці, оскільки робить національну валюту, державні облігації та інші активи більш привабливими для іноземних інвесторів.

В цілому, зміну облікової ставки можна вважати важливим сигналом для суб'єктів фінансових ринків, інвесторів та бізнес спільноти щодо реального стану економіки в країні. Зростання облікової ставки може слугувати індикатором надмірного інфляційного тиску та економічної активності, в той час як її зниження свідчить про спроби Національного банку до стимулювання економічного зростання, підтримки інвестиційної активності та споживчого попиту у періоди економічного спаду чи рецесії.

Облікова ставка є одним із найбільш головних інструментів підтримання стабільності банківської системи. Висока ставка знижує ризик кредитного перегріву, що може призвести до утворення кредитних бульбашок, підвищення рівня неповернення кредитів та до банківської кризи в цілому.

Важлива роль облікової ставки в монетарній політиці країни обумовлює постійні коливання її розміру під впливом різних економічних факторів та умов. Наведена на рисунку 2.10 динаміка зміни облікової ставки України протягом 2000-2024 рр. свідчить про значний рівень її волатильності та відповідно високий рівень економічної невизначеності в країні.

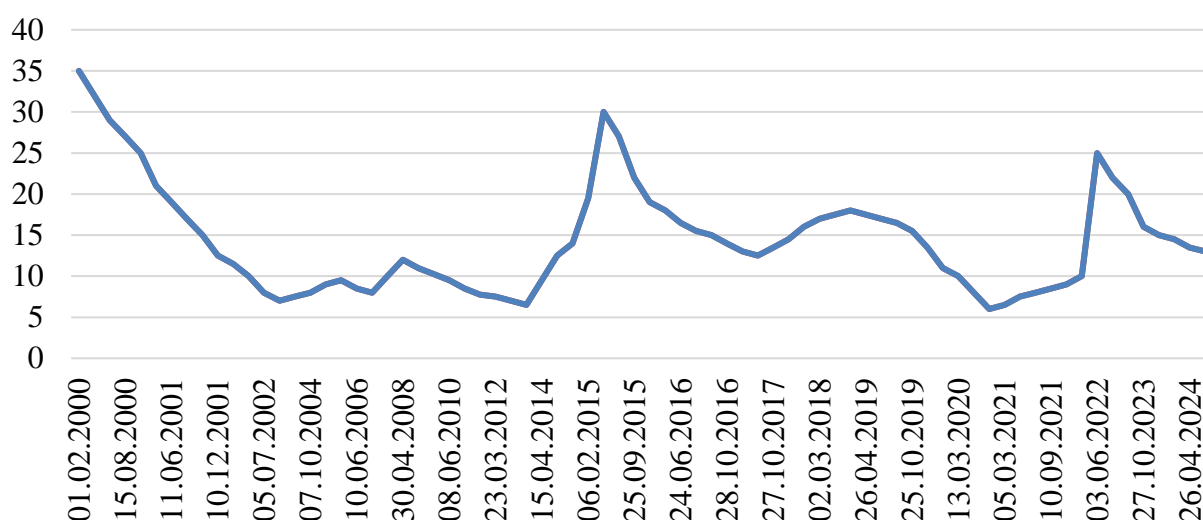


Рисунок 2.10 – Динаміка облікової ставки в Україні

Джерело: узагальнено автором на основі даних Національного банку України [172]

Протягом аналізованого періоду спостерігаються постійні коливання облікової ставки НБУ, що відображає економічну ситуацію в країні в цілому, надмірний інфляційний тиск та необхідність регулювання грошової маси.

В цілому, можна виділити шість періодів зміни рівня облікової ставки в Україні:

- період 2000-2007 рр., що характеризується суттєвим зниженням облікової ставки (з 35% у 2000 році до 8% у 2007 році). Даний період характеризується стабілізацією макроекономічної ситуації після економічної кризи 1990-х років. Зниження облікової ставки сприяло

зростанню обсягу інвестиційних надходжень в Україну та стабілізації її економіки;

- період світової фінансової кризи 2008-2009 рр., що відображає реакцію НБУ на глобальні економічні виклики, спроби стабілізувати фінансову систему України та підтримати економіку. Це було здійснено шляхом підвищення облікової ставки до 12% у 2008 році;
- період відносної стабільності 2010-2013 рр., що супроводжується незначним коливанням облікової ставки (7,5% - 8,5%). Даний період характеризується відносною макроекономічною стабільністю та спробами НБУ підтримати економічне зростання в країні та зберегти стабільність грошово-кредитної політики;
- період політичної кризи та девальвації гривні 2014-2015 рр. У відповідь на політичну та економічну кризу, анексію Криму та військові дії на сході України НБУ було здійснено різке підвищення облікової ставки з 6,5% у серпні 2013 року до 30% у березні 2015 року. Даний період характеризується значною економічною нестабільністю, інфляційним тиском в країні та девальвацією гривні. Дії НБУ були спрямовані на стабілізацію валюти та стримування інфляції.
- період стабілізації економіки 2016-2020 рр., характерною рисою якого було суттєве зниження облікової ставки (з 19,5% у 2015 році до 6% у 2020 р.) для пом'якшення наслідків пандемії COVID-19 та стабілізації економіки після низки шоків, коливань та економічної невизначеності, пов'язаної з попередніми кризами.
- період геополітичної невизначеності після 2021 року, в якому спостерігається зростання облікової ставки до 25% у червні 2022 року (як реакція на зростаючі інфляційні ризики, високий ціновий тиск та нестабільність) та зусилля НБУ стабілізувати економіку в період повномасштабного вторгнення в Україну.

Таким чином, дані періоди відображають еволюцію монетарної політики в Україні, яка спрямована на адаптацію її грошово-кредитної системи до різних

економічних викликів. Крім того, результати проведеного аналізу засвідчують важливість облікової ставки як ключового інструмента забезпечення макроекономічної стабільності країни, підтримки темпів її економічного зростання та контролю за інфляцією.

Не менш важливим інструментом монетарної політики через який НБУ здійснює вплив на економічну та інвестиційну активність, рівень інфляції та споживчого попиту є процентні ставки комерційних банків. Вони визначають вартість запозичень, тим самим визначаючи економічні очікування суспільства, формуючи поведінку економічних суб'єктів та споживчий попит. Низькі процентні ставки стимулюють споживачів до залучення кредитних ресурсів, що впливає на попит на товари та послуги, стимулює виробництво та економічну активність, в той час як високі процентні ставки стримують кредитування, знижують попит та уповільнюють розвиток економіки.

Крім того, процентні ставки формують очікування економічних агентів щодо розвитку економіки. Зниження процентних ставок може слугувати сигналом для економічних суб'єктів про готовність економіки до зростання і доцільності інвестування коштів в інвестиційні проекти. В той час як зростання ставок слугує індикатором можливої інфляції та стагнації в економіці та спонукає бізнес до вилучення коштів.

Не менш важливою є роль процентних ставок в розвитку бізнесу. Вони слугують одним із визначальних факторів в процесі прийняття рішення про доцільність інвестування коштів в розширення виробництва, модернізації обладнання або реалізації інвестиційних проектів. Високі ставки значно знижують привабливість кредитних ресурсів тим самим уповільнюючи інвестиційну активність та економічне зростання в країні.

Процентні ставки є важливим інструментом впливу уряду на рівень інфляції. НБУ регулює процентні ставки з метою контролю за грошовою масою в країні, впливаючи тим самим на інфляційні процеси, забезпечуючи стабільність цін та купівельної спроможності населення.

Визначальною є роль процентних ставок в стимулюванні заощаджень населення. Вони є ключовим фактором при прийнятті рішення щодо збереження своїх заощаджень в банках чи інвестування їх в інші фінансові інструменти. Високі процентні ставки призводять до збільшення заощаджень домогосподарств (за рахунок більшого доходу за відсотками) та зниження споживчого попиту внаслідок зберігання коштів, а не повернення їх в економіку. Зменшення процентних ставок призводить до вилучення коштів із банківської системи та збільшення споживчих витрат. Це стимулює економічну активність в країні та знижує рівень накопичень.

Процентні ставки здійснюють вагомий вплив на міжнародний рух капіталу. Чим вищою є процентні ставки за депозитами тим більш привабливою є економіка для іноземних інвесторів. За умови високих ставок інвестори більш схильні до розміщення капіталу в даній країні, що призводить до зростання попиту на національну валюту і зміцнення економіки. Зростання попиту на національну валюту, в свою чергу, підвищує її курс відносно інших валют та сприяє зменшенню вартості імпортованих товарів, допомагає стримувати інфляцію та підвищує купівельну спроможність населення.

Крім вищезазначеного, процентні ставки є важливим інструментом управління ліквідністю банківських установ, що, в свою чергу, є ключовим аспектом забезпечення стабільності фінансової системи. Вони впливають на здатність банків залучати ресурси, здійснювати операції кредитування та підтримувати свою фінансову стійкість.

В той же час, суттєве зростання чи зниження процентних ставок несе в собі низку потенційних ризиків для стабільного розвитку економіки. Високі процентні ставки можуть призвести до залучення в економіку короткострокового спекулятивного капіталу, який за умови глобальної фінансової кризи чи зниження ставок може бути швидко вилученим із країни. Наслідком даних процесів слугуватимуть різкі коливання валютного курсу та дестабілізація фінансової системи. Крім того, значні обсяги іноземних капіталовкладень

призводять до підвищення залежності країни від зовнішніх фінансових потоків та збільшують її вразливість до глобальних економічних потрясінь.

В цілому, процентні ставки слугують потужним інструментом регулювання економіки, який здійснює вплив на різні види економічної активності – від споживчого попиту до виробництва та інвестицій, а отже, ефективне управління процентними ставками є важливим елементом забезпечення збалансованого та стабільного економічного розвитку.

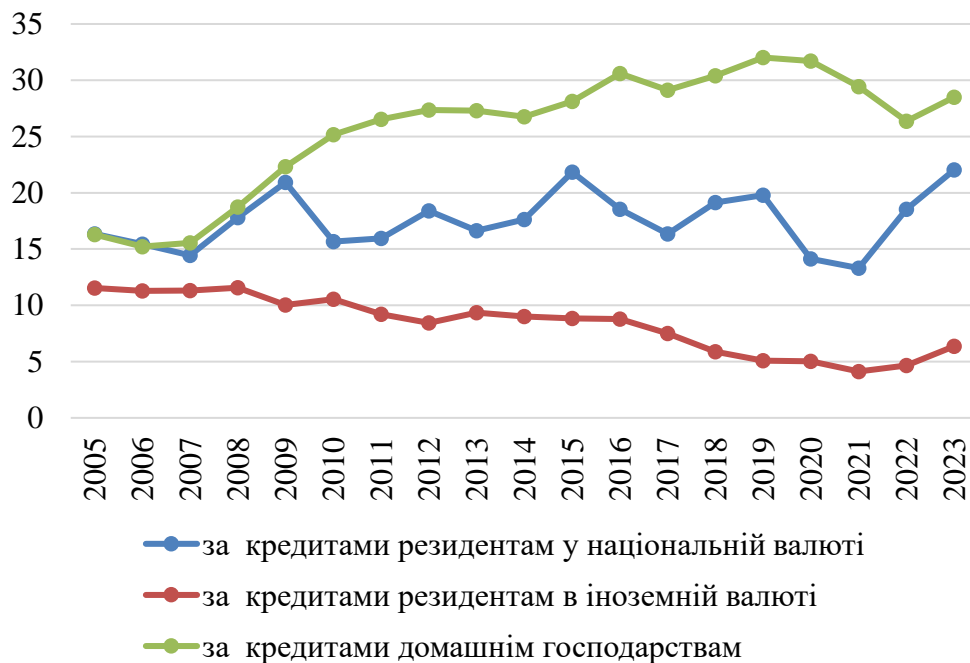


Рисунок 2.11 – Динаміка процентних ставок за кредитами в Україні, середньозважені ставки в річному обчисленні, %

Джерело: узагальнено автором на основі даних Національного банку України [172]

Наведена на рисунку 2.11 динаміка зміни середньозважених процентних ставок за кредитами в Україні свідчить про значні коливання ставок за кредитами в національній валюті протягом аналізованого періоду. Найбільше значення процентних ставок за кредитами в національній валюті було у 2009 році (20,9%), що зумовлено загостренням фінансових проблем, підвищенням ризику неплатежів, необхідністю стабілізації економіки та стримування інфляції під впливом світової фінансової кризи. Після цього до 2014 року спостерігається поступове відновлення економіки та збереження достатнього високих ставок на

тлі політичної та економічної кризи в країні. Військовий конфлікт на сході України (2014 рік), пандемія COVID-19 (2019) та повномасштабне вторгнення в Україну (2022 рік) слугували каталізаторами макроекономічних коливань в країні, що негативно позначилося на рівні процентних ставок.

Процентні ставки за кредитами в національній валюті характеризуються більшою стабільністю протягом аналізованого періоду. Зниження ставок спостерігається до 2021 року, коли вони досягли свого найнижчого рівня – 4,1%. Після цього у 2023 році відбулося зростання ставок за кредитами в іноземній валюті, що може свідчити про підвищення валютних ризиків.

Найвище значення серед усіх категорій процентних ставок мають ставки за кредитами для домашніх господарств, розмір яких має постійну тенденцію до зростання. Пікове значення даних процентних ставок спостерігається у 2016 році (30,6%) після чого відбулося їх незначне скорочення.

Зображена на рисунку 2.12 динаміка зміни процентних ставок за депозитами демонструє значні їх коливання в різних валютах і для різних категорій вкладників протягом аналізованого періоду. Ці коливання зумовлені економічними та політичними подіями, що спостерігаються як в середині країни, так і за її межами.

В цілому проведений аналіз свідчить про значну залежність процентних ставок від економічних криз. Під час економічних криз 2009 та 2014-2015 рр. спостерігається значне підвищення процентних ставок за депозитами, що є наслідком зростання ризиків у фінансовій системі та потреби банківських установ у підвищенні своєї ліквідності для стабілізації банківської системи. У періоди відносної стабільності (2010-2013 рр. та 2016-2021 рр.) спостерігається поступове зниження ставок за депозитами.

Процентні ставки за депозитами в іноземній валюті характеризуються меншими коливаннями, що свідчить про стабільність попиту на валютні депозити, незважаючи на внутрішні економічні шоки. В той же час, мінімальне значення ставок у 2020-2023 рр. свідчить про зменшення привабливості

валютних депозитів через нестабільність національної валюти та значні економічні ризики.

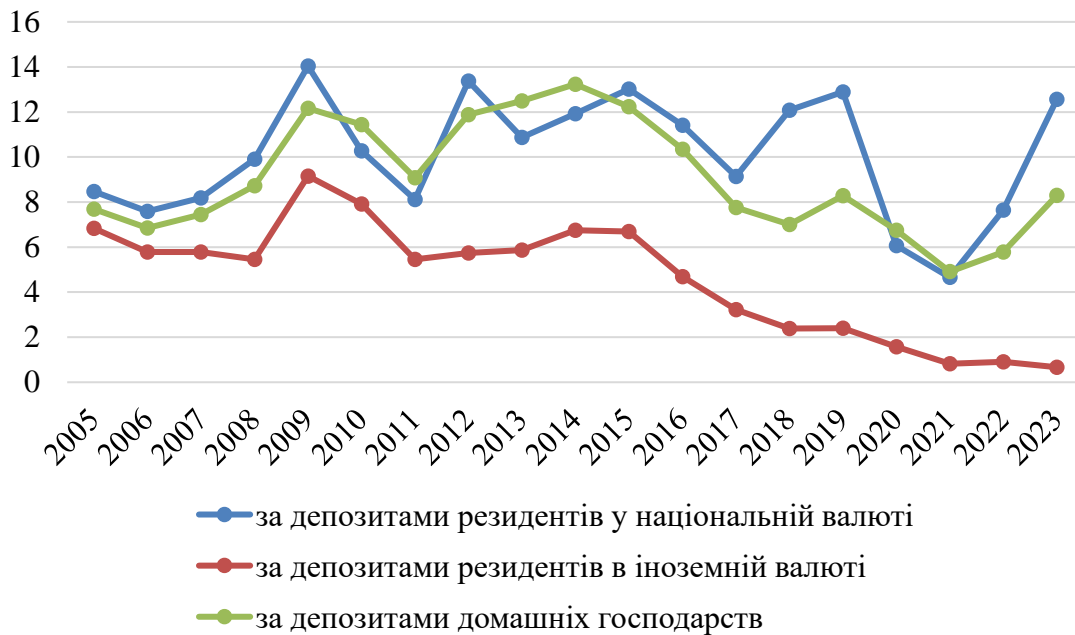


Рисунок 2.12 – Динаміка процентних ставок за депозитами в Україні, середньозважені ставки в річному обчисленні, %

Джерело: узагальнено автором на основі даних Національного банку України [172]

Повномасштабне вторгнення в Україну негативно позначилося на банківській системі країни і змусило банки підвищувати ставки за депозитами для залучення капіталу та підтримки своєї ліквідності.

Інструментом монетарної політики, який регулює обсяг грошей, що перебуває в обігу та відображає ліквідність економіки є грошова маса. Вона вимірюється різними агрегатами (M0, M1, M2, M3), які дозволяють оцінити вплив монетарної політики на рівень інфляції та фінансової стабільності в країні, її економічну активність.

Агрегат M0 є найліквіднішою частиною грошової маси, що формує основу для розширення обсягу кредитування в економіці. Зміна обсягу даного агрегату впливає на здатність комерційних банків видавати кредити. Крім того, зростання агрегату M0, як індикатора, що відображає обсяг грошової маси в обігу, свідчить про збільшення інфляційного тиску в країні. Реалізація монетарної політики

через управління агрегатом M0 може здійснюватися через операції на відкритому ринку та зміну резервних вимог.

Агрегат M1 (готівка в обігу та безстрокові депозити до запитання) відображає платоспроможний попит населення, як обсяг готівки який воно може швидко використати для споживання та інвестицій. Збільшення даного агрегату сприяє стимулюванню споживчого попиту та інвестицій, сприяє економічному зростанню країни. В той же час, значні темпи зростання агрегату M1 свідчать про підвищення ризику зростання рівня інфляції за умови його не підкріплення відповідним зростанням обсягу виробництва товарів та послуг.

Агрегат M2 (готівка в обігу, безстрокові депозити до запитання, строкові депозити та інші фінансові інструменти з більшим строком погашення) є інструментом регулювання загального рівня ліквідності за рахунок врахування не лише готівки, але і заощаджень, що можуть бути спрямовані на інвестиції. Зростання даного агрегату може свідчити про збільшення обсягу довгострокових інвестицій і заощаджень та слугувати індикатором стабілізації економіки та її зростання.

Агрегат M3 (M2, великі строкові депозити, інші високоліквідні інструменти та деякі види короткострокових облігацій) дає найбільш повне уявлення про загальну ліквідність в економіці. Зміни в M3 слугують індикатором довгострокових тенденцій зростання/скорочення грошової маси, фінансової стабільності в країні.

Управління даними агрегатами дозволяє НБУ досягати поставлених цілей таких як контроль рівня інфляції, стабілізація національної валюти, забезпечення економічного зростання та фінансової стабільності, в той час як прогнозування динаміки зміни грошової маси в країні дозволяє визначити тенденції розвитку економіки (зростання або стагнація) та забезпечити своєчасну адаптацію монетарної політики держави до поточних і майбутніх економічних умов.

Наведені в таблиці 2.1 дані демонструють постійне зростання грошових агрегатів (M0-M3) в Україні протягом 2005-2023 рр. Це свідчить про збільшення

грошової маси в економіці, що зумовлено значними інфляційними процесами та розширенням економічної діяльності.

Таблиця 2.1 – Динаміка грошових агрегатів в Україні

	Грошовий агрегат М3	Грошовий агрегат М0	Грошовий агрегат М1	Грошовий агрегат М2
2005	194 070,5	60 231,4	98 572,6	193 145,3
2006	261 063,4	74 983,6	123 275,6	259 413,2
2007	396 156,4	111 118,7	181 665,2	391 272,9
2008	515 727,1	154 758,5	225 127,2	512 526,9
2009	487 298,23	157 029,41	233 748,44	484 771,91
2010	597 871,6	182 989,9	289 893,6	596 840,8
2011	685 514,6	192 664,8	311 046,6	681 800,9
2012	773 198,6	203 245,0	323 225,3	771 126,3
2013	908 994,3	237 776,6	383 820,7	906 236,5
2014	956 727,7	282 947,1	435 474,7	955 348,6
2015	994 062,0	282 672,8	472 217,1	993 811,5
2016	1 102 700,2	314 392,1	529 928,0	1 102 390,9
2017	1 208 859,3	332 546,0	601 631,3	1 208 557,4
2018	1 277 635,4	363 628,8	671 284,7	1 273 771,7
2019	1 438 310,9	384 366,2	770 043,1	1 435 221,3
2020	1 850 007,4	516 084,8	1 050 050,9	1 847 363,5
2021	2 071 358,0	581 010,6	1 281 238,0	2 069 606,0
2022	2 501 621,4	666 072,8	1 571 359,9	2 500 502,1
2023	3 077 185,2	716 166,6	1 863 182,9	3 076 432,7

Джерело: узагальнено автором на основі даних Національного банку України [172]

Протягом аналізованого періоду відбулося зростання найширшого грошового агрегату М3 з 194 070,5 млн. грн у 2005 році до 3077185,2 млн. грн у 2023 році. Це свідчить про суттєве розширення грошової маси не лише за рахунок готівки а й інших фінансових інструментів.

Зростання агрегату М0 може бути зумовлено значною невизначеністю в економіці, що суттєво підвищує попит на готівку як інструмент збереження вартості. Збільшення агрегату М1 (з 98572,6 млн грн до 1863182,9 млн грн) свідчить про зростання ліквідних активів у банківській системі України, що може стимулювати зростання обсягу споживання та короткострокових інвестицій. Найбільші темпи зростання М1 спостерігаються у 2020-2023 роках,

що може бути зумовлено реалізацією урядом стимулюючих заходів, що спрямовані на підтримку економіки під час пандемії COVID-19 і подальшої економічної кризи. Постійне зростання грошового агрегату M2 свідчить про підвищення довіри суспільства до банківської системи України та, відповідно, більш активне збереження населенням своїх заощаджень на строкових рахунках.

Таким чином, результати проведеного аналізу дозволяють зробити висновок про те, що управління грошовими агрегатами є ключовим інструментом НБУ в підтримці економічної стабільності країни та досягнення задекларованих цілей.

Не менш важливим інструментом монетарної політики є резервні вимоги, що визначають частку депозитів, яку комерційні банки повинні зберігати у вигляді резервів і не можуть використовувати у своїй поточній діяльності. Він використовується Національним банком для регулювання обсягу грошової маси, що перебуває в обігу, та є інструментом стабілізації банківської системи.

Резервні вимоги відіграють важливу роль у реалізації монетарної політики. Вони впливають на здатність комерційних банків здійснювати кредитні операції. Так, підвищення резервних вимог зменшує кількість грошей, яка може бути використана банками для операцій кредитування, зменшуючи тим самим обсяг грошової маси, що перебуває в обігу і інфляційний тиск в країні. Реалізація НБУ політики, що спрямована на стимулювання економічного зростання може бути забезпечена за рахунок зниження резервних вимог та, як наслідок, стимулювання кредитної активності банківських установ.

Крім того, резервні вимоги слугують ефективним інструментом захисту банківської системи від ризику втрати ліквідності. Саме резервні вимоги формують передумови для забезпечення комерційних банків обсягом коштів достатнім для задоволення вимог вкладників. У періоди економічної нестабільності НБУ може підвищити резервні вимоги з метою підвищення фінансової стійкості банківської системи.

Резервні вимоги здійснюють безпосередній вплив на процентні ставки за операціями міжбанківського кредитування. Збільшення резервних вимог знижує

доступність коштів у банківському секторі і, відповідно, призводить до підвищення ставок за кредитами та депозитами.

Наведена в таблиці 2.2 динаміка зміни нормативів обов'язкового резервування в Україні дозволяє визначити наступні характерні їх риси:

1. Зміна нормативів обов'язкового резервування в періоди економічних криз. У період світової фінансової кризи НБУ було реалізовано політику поступового зниження нормативів обов'язкового резервування. Так, наприклад, у грудні 2008 року з метою підвищення ліквідності банківської системи та стимулювання кредитування Національним банком України було знижено до 0% нормативи для юридичних осіб у національній валюті. У період активізації військових дій на сході України у 2014-2015 рр. та економічної кризи в країні НБУ підвищував нормативи резервування з метою захисту банківської системи в умовах зростаючих ризиків.

2. Зміна нормативів обов'язкового резервування як реакція на валютні ризики. У 2013-2014 роках спостерігалось підвищення нормативів для валютних депозитів до 15%, що зумовлено посиленням ризиків, пов'язаних із девальвацією гривні під впливом політичної та економічної нестабільності в країні.

3. Зміна нормативів в період нестабільності. В період пандемії COVID-19 НБУ було знижено нормативи для депозитів у іноземній валюті до 10%.

Таким чином, резервні вимоги є вадливим інструментом монетарної політики, який використовується для контролю за грошовою масою, управління кредитною активністю, стабілізації банківської системи та економіки в цілому.

Таблиця 2.2 – Зміни нормативів обов'язкового резервування в Україні

	Кошти вкладів (депозити) на вимогу та кошти на поточних рахунках				Строкові кошти і вклади (депозити)							
	Національна валюта		Іноземна валюта		Національна валюта		Іноземна валюта		Національна валюта		Іноземна валюта	
	Юр. особи	Фіз. особи	Юр. особи	Фіз. особи	Короткострокові вклади		Довгострокові вклади		Короткострокові вклади		Довгострокові вклади	
					депозити до 92х днів		депозити 93 дні та більше		депозити до 92х днів		депозити 93 дні та більше	
				Юр. особи	Фіз. особи	Юр. особи	Фіз. особи	Юр. особи	Фіз. особи	Юр. особи	Фіз. особи	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
з 01.10.2004	8	8	8	8	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0
з 01.12.2004	7	7	7	7	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
з 01.09.2005	8	8	8	8	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
з 01.05.2006	8	8	8	8	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
з 10.05.2006	6	6	6	6	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
з 01.08.2006	3,0	3,0	5,0	5,0	2,0	2,0	2,0	2,0	3,0	3,0	3,0	3,0
з 01.10.2006	1,0	1,0	5,0	5,0	0,5	0,5	0,5	0,5	4,0	4,0	4,0	4,0
з 05.12.2008	0	0	5,0	5,0	0	0	0	0	3,0	3,0	3,0	3,0
з 05.01.2009	0	0	7,0	7,0	0	0	0	0	4,0	4,0	4,0	4,0
з 01.02.2009	0	0	7,0	7,0	0	0	0	0	4,0	4,0	4,0	4,0
з 01.07.2011	0	0	8,0	8,0	0	0	0	0	6,0	6,0	2,0	2,0
з 30.11.2011	0	0	8,0	8,0	0	0	0	0	7,5	7,5	2,0	2,0
з 31.03.2012	0	0	8,5	8,5	0	0	0	0	8,0	8,0	2,0	2,0
з 30.06.2012	0	0	10,0	10,0	0	0	0	0	9,0	9,0	3,0	3,0
з 01.07.2013	0	0	10,0	15,0	0	0	0	0	10,0	10,0	5,0	5,0
з 30.09.2013	0	0	10,0	15,0	0	0	0	0	10,0	10,0	7,0	7,0
з 19.08.2014	0	0	10,0	15,0	0	0	0	0	10,0	10,0	7,0	7,0
з 31.12.2014	6,5	6,5	6,5	6,5	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
з 10.03.2020	0	0	10,0	10,0	0	0	0	0	10,0	10,0	10,0	10,0

Продовження таблиці 2.2

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
з 11.01.2023	5	5	15,0	15,0	0	0	0	0	10,0	10,0	10,0	10,0
з 11.02.2023	10	10	20,0	20,0	0	0	0	0	10,0	10,0	10,0	10,0
з 11.03.2023	10	20	20,0	30,0	0	20	0	0	10,0	10,0	10,0	10,0
з 11.05.2023	10	20	20,0	30,0	0	20,0	0	0	10,0	30,0	10,0	10,0
з 11.09.2023	10	20	20,0	30,0	10	20,0	10	0	20,0	30,0	20,0	10,0

Джерело: узагальнено автором на основі даних Національного банку України [172]

З метою впливу на рівень ліквідності банківської системи та економіки загалом НБУ здійснює операції на відкритому ринку, які полягають у купівлі/продажу державних цінних паперів. Дані операції дозволяю НБУ здійснювати швидке регулювання обсягу грошової маси, що перебуває в обігу. Так, купівля цінних паперів дозволяє збільшити кількість грошей в обігу та сприяє зростанню економічної активності в країні. В той же час, продаж цінних паперів супроводжується вилученням грошей із обігу, зменшенням грошової маси та уповільненням темпів інфляції.

Крім того, операції на відкритому ринку використовуються НБУ для впливу на короткострокові процентні ставки, які мають важливе значення для кредитування та розвитку інвестицій. Купівля цінних паперів збільшує ліквідність банківської системи, що сприяє зниженню міжбанківських процентних ставок і зменшенню вартості кредитів для бізнесу та населення. В той же час, зростання ліквідності банківської системи за рахунок купівлі цінних паперів може негативно позначитися на привабливості національної валюти для іноземних інвесторів та призвести до зниження курсу валют.

В цілому, операції на відкритому ринку є досить гнучким та дієвим інструментом регулювання економіки та досягнення НБУ своїх цілей. Швидкість та простота здійснення операцій на відкритому ринку дозволяє НБУ швидко реагувати на зміни в оточуючому середовищі шляхом коригування обсягу грошової маси в країні.

Протягом останніх років НБУ активно використовує операції на відкритому ринку як важливий інструмент реалізації монетарної політики в напрямку управління ліквідністю банківської системи. У серпні 2024 року операції НБУ на відкритому ринку включали рівні види діяльності зокрема: тендери з надання та вилучення ліквідності (випуск депозитних сертифікатів для поглинання надлишкової ліквідності), купівля та продаж державних цінних паперів, а також валютні операції (таблиця 2.3).

Таблиця 2.3 – Операції НБУ на відкритому ринку

	Депозитні сертифікати (млн. грн)	Операції репо (млн. грн)	Тендери з надання ліквідності (млн. грн)	Тендери з вилучення ліквідності (млн. грн)	Середня відсоткова ставка, %
2014	250	100	75	150	18,5
2015	260	110	80	160	17,0
2016	270	115	85	165	16,5
2017	280	120	90	170	15,0
2018	290	130	95	180	14,5
2019	300	140	100	190	14,5
2020	310	150	110	200	13,0
2021	320	160	120	210	12,0
2022	330	170	130	220	11,0
2023	340	180	140	230	10,5

Джерело: узагальнено автором на основі даних Національного банку України [172]

Наведені в таблиці 2.3 дані дозволяють провести аналіз змін в монетарній політиці, яку проводить НБУ для забезпечення стабільності національної валюти та підтримання ліквідності банківської системи. Протягом аналізованого періоду спостерігається постійне зростання обсягів операцій з депозитними сертифікатами (з 250 млн грн у 2014 році до 340 млн грн у 2023 році). Це свідчить про активне використання даних операцій для вилучення надлишкової ліквідності з банківської системи.

Збільшення обсягу операцій репо свідчить про постійну потребу в підвищенні оперативної ліквідності банківських установ, особливо в умовах турбулентності. Зростання обсягів тендерів з вилучення ліквідності (з 150 млн грн у 2014 році до 230 млн грн у 2023 році) є результатом політики НБУ в напрямку управління грошовою масою та стримування інфляції шляхом вилучення надлишкової ліквідності з ринку.

Таким чином, зростання усіх видів операцій на відкритому ринку засвідчує активну політику НБУ в напрямку забезпечення стабільності фінансової системи України та підтримку її економічного зростання за рахунок управління ліквідністю банківської системи.

Не менш важливим інструментом реалізації монетарної політики є курс валют. Він впливає на ряд економічних процесів, що відбуваються в країні

(інфляція, стабільність цін, потоки капіталу, зовнішня торгівля тощо) та відіграє ключову роль у забезпеченні макроекономічної стабільності. Зниження вартості національної валюти сприяє зростанню цін на імпортовані товари, що негативно позначається на купівельній спроможності населення та загальному рівні інфляції. Девальвація гривні може сприяти стимулюванню експорту, оскільки робить вітчизняні товари більш привабливими для іноземних покупців та позитивно позначається на торговельному балансі країни. В той же час, стабільність та зміцнення національної валюти впливає на рішення іноземних інвесторів щодо доцільності інвестування коштів в економіку.

Інструментом монетарної політики за допомогою якого Національний банк здійснює вплив на курс валют є валютні інтервенції. За рахунок купівлі або продажу валюти на ринку НБУ регулює попит і пропозицію національної валюти, що дозволяє підтримувати курс на певному рівні або згладжувати різкі його коливання.

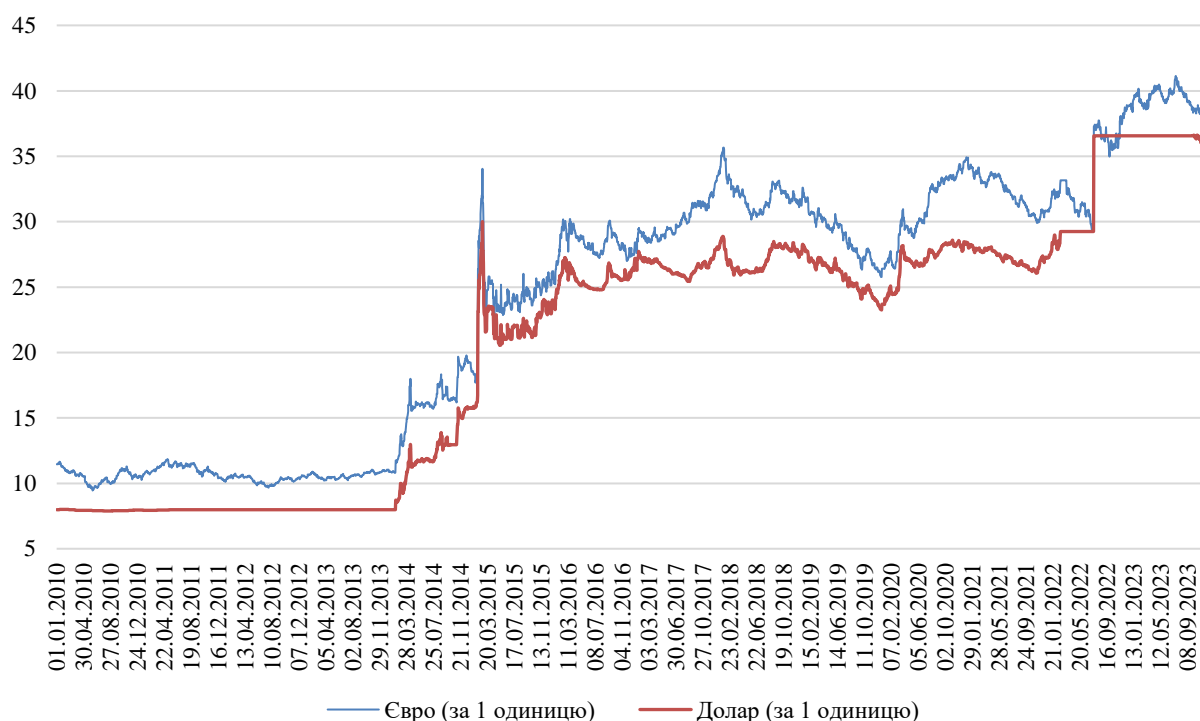


Рисунок 2.13 – Офіційний курс гривні щодо іноземних валют

Джерело: узагальнено автором на основі даних Національного банку України [172]

Аналіз динаміки офіційного курсу гривні щодо іноземних валют (рис. 2.13) засвідчує значну волатильність курсу Євро за одиницю гривні. Наявні періоди поступового зростання вартості та знецінення гривні, відображають періоди економічних коливань в Україні, Європі та на світових ринках (зміни в європейській політиці, політичні рішення, глобальні зміни). Курс долара характеризується більшою стабільністю порівняно з євро, що може бути зумовлено статусом долара як резервної валюти та більшим економічним впливом США.

Управління обмінним курсом може здійснюватися через інтервенції на валютному ринку. Купівля або продаж іноземної валюти на відкритому ринку допомагає стабілізувати національну валюту, здійснити контроль за інфляцією, підтримати фінансову стабільність. За умови знецінення національної валюти НБУ здійснює продаж іноземної валюти на ринку, тим самим зменшуючи попит на неї і стабілізуючи курс національної валюти. Під час кризових ситуацій валютні інтервенції відіграють важливу роль у збереженні валютних резервів. За умови значного дефіциту платіжного балансу НБУ використовує валютні інтервенції для стабілізації курсу валют, зберігаючи при цьому валютні резерви в обсязі достатньому для забезпечення стабільності національної валюти, виконання міжнародних зобов'язань, покриття критичного імпорту та інших невідкладних потреб держави.

Наведена на рисунку 2.14 динаміка зміни обсягу валютних інтервенцій в Україні свідчить про активне втручання НБУ у валютний ринок для стабілізації національної валюти. Періоди значного дефіциту платіжного балансу супроводжувалися продажем значного обсягу валюти, що, з одного боку, знижує валютні резерви, а з іншого – сприяє стабілізацію курсу.

На початку 2012 року продаж валюти значно перевищував купівлю, що свідчить про значний дефіцит валюти та спроби НБУ підтримувати курс гривні через її продаж. Протягом наступних років інтервенції НБУ характеризувалися здебільшого негативним сальдо, особливо в періоди криз та нестабільності (2014 та 2022 рр.).

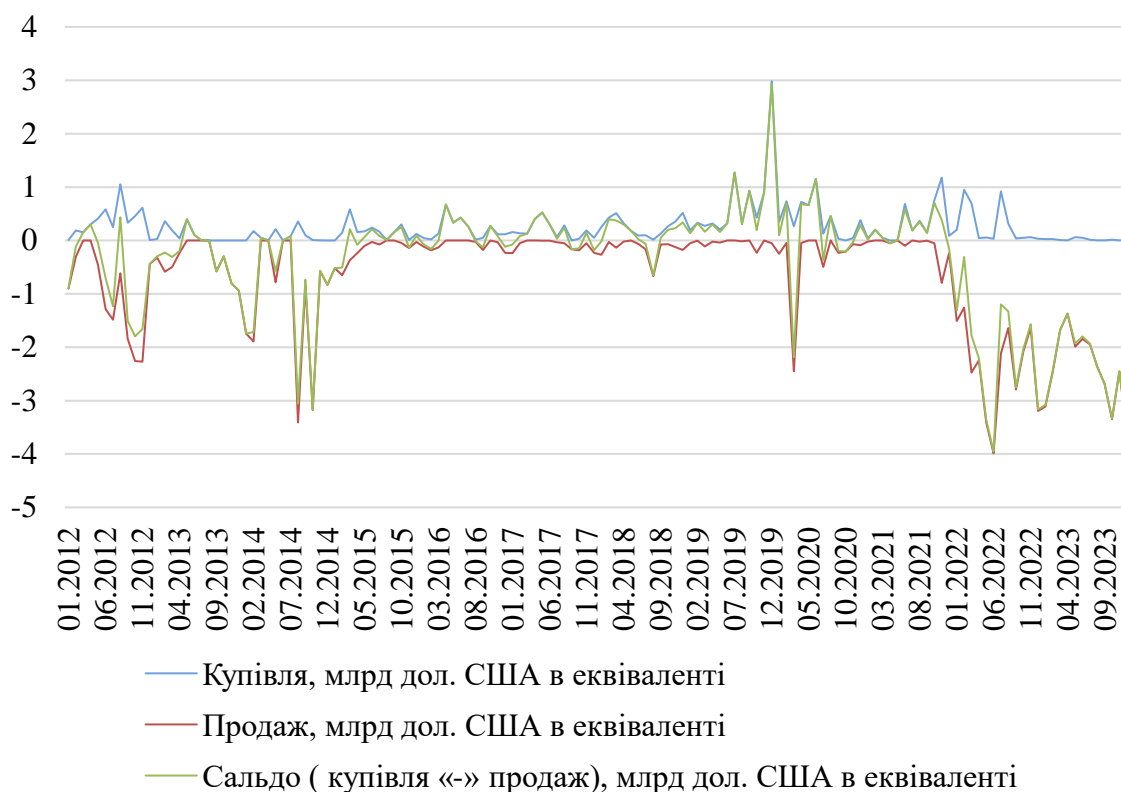


Рисунок 2.14 – Валютні інтервенції НБУ

Джерело: узагальнено автором на основі даних Національного банку України [172]

Таким чином, результати проведеного аналізу засвідчують активне втручання НБУ у валютний ринок з метою стабілізації національної валюти, що свідчить про важливу роль валютних інтервенцій у реалізації монетарної політики в напрямку впливу на обмінний курс, контролю за інфляцією, підтримки платіжного балансу та запобігання валютним кризам.

2.3 Моделювання впливу інструментів монетарної політики на флуктуації в економіці

Як свідчать результати проведеного аналізу, інструменти монетарної політики здійснюють вагомий вплив на економічні флуктуації в країні. Дані коливання здійснюють вплив на такі ключові показники економічного розвитку як інфляція, безробіття, ВВП тощо. Крім того, флуктуаційні процеси

в економіці зумовлюють потребу постійного корегування НБУ своєї монетарної політики з метою мінімізації негативного впливу мінливого економічного середовища на соціальну, економічну та політичну складові розвитку. Зокрема, Національним банком України реалізуються заходи щодо швидкої адаптації інструментів монетарної політики (облікова ставка, нормативи резервування, курс валют, операції на відкритому ринку тощо) до поточних економічних умов. Це дозволяє здійснювати контроль за рівнем інфляції, підтримувати рівень зайнятості та сприяти сталому зростанню ВВП.

В той же час, економічні флуктуації по різному залежать від окремих інструментів монетарної політики, що потребує врахування даних особливостей при плануванні та реалізації НБУ гнучкого підходу до їх використання.

З метою визначення ступеня чутливості економічних флуктуацій до інструментів монетарної політики проведемо аналіз зв'язку між інструментами монетарної політики та індикаторами, що характеризують наявність флуктуацій в економіці.

На основі проведеного в попередніх підрозділах аналізу в якості інструментів монетарної політики нами буде враховано: облікова ставка, ставки за кредитами (CRNV), проценті ставки за депозитами (DNFV), динаміка грошових агрегатів (M3), кошти вкладів (депозити) юридичних на вимогу та кошти на поточних рахунках в національній валюті (DUPNV), кошти вкладів (депозити) фізичних на вимогу та кошти на поточних рахунках в національній валюті (DFPNV), облікова ставка (AR), депозитні сертифікати (DC), операції репо (RO), рівень інфляції (IR), курс валют (євро (CEU) та долар (CUSA)).

В якості індикаторів, що характеризують наявність флуктуацій в економіці буде використано наступні показники: темп приросту реального ВВП (GDP), темп приросту рівня безробіття (UnmpR), рівень участі населення в робочій силі (LaborForce), індекс UX (IndexUK), індекси

споживчих настроїв (CSI), індекс споживчих витрат (CSPPI), індекс промислового виробництва (IPI).

Вихідні дані наведені в таблиці Б1 додатку Б.

Моделювання зв'язку між вище зазначеними групами показників буде здійснено за допомогою методу структурного моделювання.

Дослідження впливу інструментів монетарної політики на економічні флуктуації буде здійснено за допомогою методу канонічного аналізу. Це обумовлено тим, що канонічний аналіз дозволяє одночасно досліджувати взаємозв'язки між множинами залежних і незалежних змінних; добре підходить для аналізу складних економічних систем, що містять багато змінних та виявляє найбільш значущі залежності між ними; дозволяє оцінити не лише прямий, але й опосередкований вплив економічних флуктуацій на інструменти монетарної політики.

Крім того, використання канонічного аналізу дозволяє аналізувати змінні, які мають різні одиниці виміру, зменшити кількість вимірів, не втрачаючи при цьому суттєвої інформації, виявити латентні взаємозв'язки між різновимірними величинами тощо.

Однак, враховуючи різновимірний характер аналізованого масиву даних, передумовою проведення канонічного аналізу слугує його приведення до єдиного вигляду. Це пов'язано з тим, що канонічний аналіз базується на використанні кореляційних матриць, а використання змінних, що мають різні одиниці вимірювання або масштаби, можуть впливати на достовірність отриманих результатів.

Приведення даних до єдиного вигляду буде здійснено за допомогою методу Z-нормалізації. Даний метод базується на приведенні кожної змінної до стандартного вигляду шляхом віднімання її середнього значення та поділу на її стандартне відхилення:

$$Z = \frac{X - \mu}{\sigma} \quad (2.1)$$

де Z – нормалізоване значення змінної;
 X – фактичне значення змінної;
 μ – середнє значення змінної;
 σ – стандартне відхилення змінної.

Перевагами даного методу є те, що всі змінні мають однаковий масштаб, що робить результати їх порівняння більш точними. Крім того, метод Z -нормалізації зберігає відносні пропорції між змінним, а отже дозволяє більш точно відобразити взаємозв'язки між ними.

Результати нормалізації даних наведені в таблиці Б2 додатку Б.

Таким чином, використання даного методу сприятиме підвищенню коректності проведення канонічного аналізу, оскільки дозволить уникнути викривлення результатів і провести більш точний аналіз.

На наступному етапі дослідження за допомогою канонічного аналізу буде здійснено формалізацію взаємозалежності між двома наборами змінних: індикаторами, що свідчать про наявність економічних флуктуацій в економіці та інструментами монетарної прозорості. Основою даного методу є створення канонічних змінних, що є лінійними комбінаціями змінних з кожної множини, визначення для кожного з них канонічних коефіцієнтів, які максимізують кореляцію між відповідними канонічними змінними з двох наборів.

Для кожного набору змінних X та Y , де $X = (X_1, X_2, \dots, X_n)$ – вектор змінних з першого набору, $Y = (Y_1, Y_2, \dots, Y_n)$ – вектор змінних з другого набору канонічні змінні U і V визначаються як лінійні комбінації змінних:

$$U = a_1X_1 + a_2X_2 + \dots + a_iX_i = \mathbf{a}^T X \quad (2.2)$$

$$V = b_1Y_1 + b_2Y_2 + \dots + b_nY_n = \mathbf{b}^T Y \quad (2.3)$$

де $\mathbf{a} = (a_1, a_2, \dots, a_i)^T$ і $\mathbf{b} = (b_1, b_2, \dots, b_n)^T$ – вектор коефіцієнтів, що максимізують кореляцію між U і V .

Вектори коефіцієнтів a і b визначаються з використанням кореляційних матриць.

Для побудови канонічних змінних використовуються кореляційні матриці між змінними першого і другого набору даних:

Матриця $\sum XX$ – кореляційна матриця між змінними першого набору даних X , що включає кореляції між усіма парами змінних всередині набору X .

Матриця $\sum YY$ – кореляційна матриця між змінними другого набору даних Y , що включає кореляції між усіма парами змінних всередині набору Y .

Матриця $\sum XY$ – кореляційна матриця між змінними першого набору даних X і другого набору Y , що включає кореляції між кожною змінною з набору X і кожною змінною з набору Y .

Кількість коренів канонічної моделі буде визначено з урахуванням мінімальної кількості змінних для кожної частини рівняння за допомогою максимізації значення кореляції для матриці:

$$R = \begin{pmatrix} \sum XX & \sum XY \\ \sum YX & \sum YY \end{pmatrix} \quad (2.4)$$

де $\sum XX$ – кореляційна матриця для змінних, що характеризують інструменти монетарної політики;

$\sum YY$ – кореляційна матриця для змінних, що характеризують економічні флуктуації;

$\sum YX$ та $\sum XY$ – матриці крос-кореляції між змінними двох наборів;

Канонічні кореляції між канонічними змінними U і V будуть обчислені на основі кореляційних матриць:

$$\rho = \frac{a^T \sum XY b}{\sqrt{a^T \sum XY b} \sqrt{b^T \sum YY b}} \quad (2.5)$$

На наступному етапі зв'язок між інструментами монетарної політики та економічними флуктуаціями буде визначено за допомогою структурного

моделювання (Structural Equation Modeling, SEM). Даний метод дозволяє провести аналіз складних взаємозв'язків між змінними, враховуючи при цьому як прямі, так і латентні ефекти. Крім того, SEM метод дозволяє виявити латентні фактори, що впливають на обидві групи показників, що дозволяє визначити приховані механізми впливу економічних флуктуацій на монетарну політику; визначити наскільки кожна зміна впливає як прямо на показник, так і опосередковано (через інші змінні). Це дозволить зрозуміти яким чином шоки інфляції або зміни ВВП можуть вплинути на рішення щодо зміни облікової ставки або резервних вимог.

Canonical Analysis Summary (Spreadsheet2_(Recovered))			
Canonical R: 1,0000			
Chi ² (70)=251,88 p=0,0000			
N=19		Left Set	Right Set
No. of variables		10	7
Variance extracted		87,6361%	100,000%
Total redundancy		72,5489%	81,1520%
Variables:	1	CRNV	GDP
	2	DNFV	UnrmpR
	3	M3	LaborForce
	4	DUPNV	IndexUK
	5	DFPNV	CSI
	6	AR	CSPPI
	7	DC	IPI
	8	RO	
	9	IR	
	10	CUSA	

Рисунок 2.15 – Результати канонічного аналізу взаємозв'язків між інструментами монетарної політики та індикаторами економічних флуктуацій

Джерело: розрахунки автора

На основі наведеної методології проведемо оцінювання зв'язку інструментів монетарної політики із індикаторами економічних флуктуацій в Україні. Наведені на рисунку 2.15 результати канонічного аналізу засвідчують наявність сильного зв'язку між інструментами монетарної політики та індикаторами економічних флуктуацій. Значення коефіцієнта канонічної кореляції становить 1,0, що свідчить про сильний лінійний зв'язок між двома наборами змінних. Це свідчить про те, що змінні лівої та правої частини рівняння сильної взаємопов'язані між собою. Значення критерію Пірсона дорівнює 251,88 з рівнем значущості $p=0,0000$ також підтверджує високу

статистичну значущість отриманих результатів. Це дозволяє нам зробити висновок про те, що встановлені взаємозалежності не носять випадковий характер.

Результати аналізу дисперсії показників (Variance extracted) засвідчують, що дисперсія показників лівої частини рівняння (індикатори економічних флуктуацій) становить 87,64%, що свідчить про високу якість моделі, в той час як значення показника дисперсії для правої частини рівняння повністю описує варіації змінних (дисперсія – 100%).

Варіативність монетарних інструментів на 72,55% може бути пояснена економічними флуктуаціями, а економічні флуктуації в країні на 81,15% можуть бути пояснені змінами в монетарній політиці.

Таким чином, отримані результати засвідчують сильний зв'язок між інструментами монетарної політики та економічними флуктуаціями. Монетарні інструменти мають значний вплив на ключові показники економічного розвитку (ВВП, рівень безробіття, індекси економічних настроїв). Крім того, високий рівень кореляції свідчить про те, що дані показники можуть бути використані для прогнозування та моделювання характеру та сили економічних змін в країні.

Таблиця 2.4 – Тести хі-квадрат для канонічних коренів

Root Removed	Chi-Square Tests with Successive Roots Removed (Spreadsheet2_(Recovered))					
	Canonicl R	Canonicl R-sqr.	Chi-sqr.	df	p	Lambda Prime
0	1,000000	1,000000	251,8827	70	0,000000	0,000000
1	0,997513	0,995031	116,9123	54	0,000002	0,000002
2	0,988530	0,977191	69,1712	40	0,002861	0,000459
3	0,925628	0,856788	35,1456	28	0,165811	0,020140
4	0,783320	0,613590	17,6548	18	0,478634	0,140627
5	0,752447	0,566177	9,0971	10	0,522930	0,363932
6	0,401378	0,161104	1,5810	4	0,812198	0,838896

Джерело: розрахунки автора

Наведені в таблиці 2.4 результати тестів хі-квадрат для канонічних коренів після їх послідовного видалення дозволяють оцінити значущість

кожного канонічного кореня, а також того, яким чином їх видалення впливає на залишкові канонічні корені.

Канонічна кореляція (Root Removed 0) становить 1,0, що свідчить про сильний зв'язок між змінними, а значення χ^2 -квдрату (251,8827) з низьким рівнем статистичної значущості ($p = 0,00$) підтверджує значущість даного кореню. Значення канонічної кореляції для Root Removed 1 дещо знижується (0,997513), що свідчить про те, що даний корінь теж є значущим, але з меншою силою зв'язку порівняно з попереднім. На наступних етапах розрахунку спостерігається поступове зниження значень коефіцієнтів канонічної кореляції, що свідчить про значущість даних коренів. Після четвертого кроку (Root Removed 4) значущість коренів значно знижується, а після шостого вони не є статистично значущими, що свідчить про відсутність зв'язку між змінними.

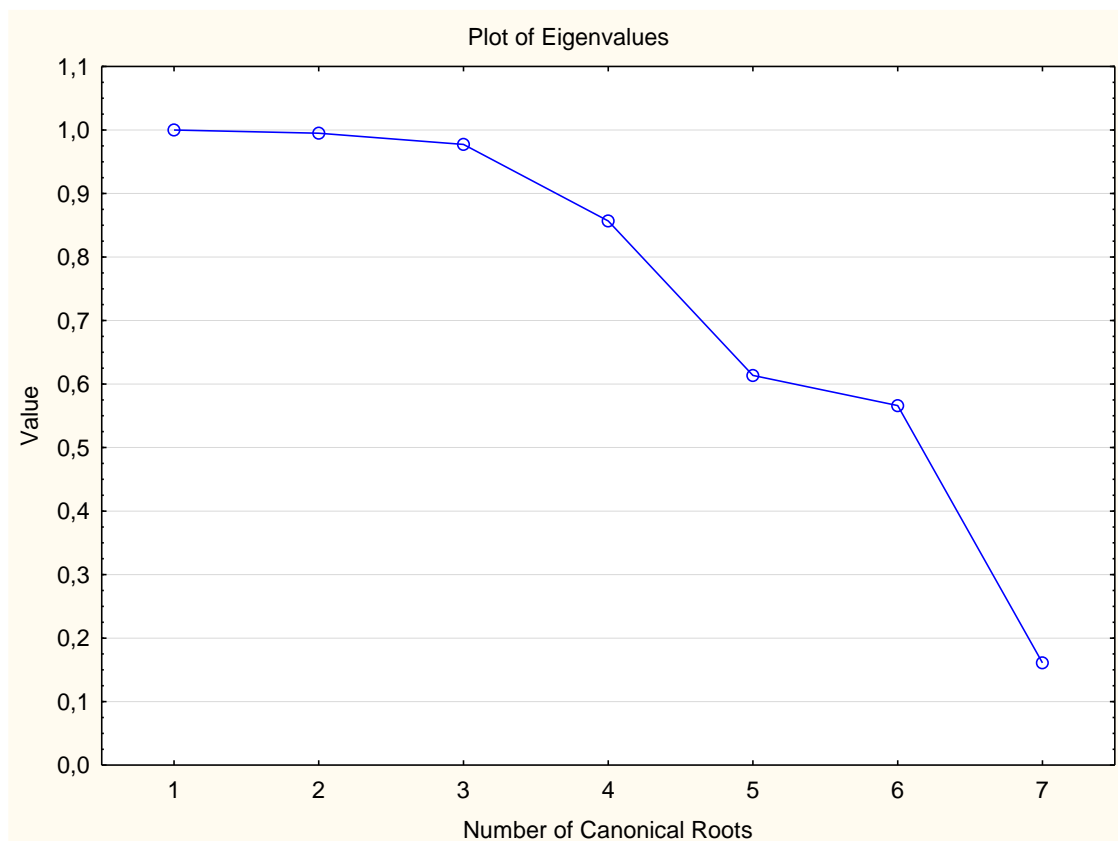


Рисунок 2.16 – Кусково-лінійний графік спадаючих власних значень канонічних коренів

Джерело: побудовано на основі авторських розрахунків

Наведений на рисунку 2.16 кусково-лінійний графік спадаючих власних значень канонічних коренів підтверджує висновки про те, що перші три канонічні корені є найбільш значущими для моделі, оскільки вони мають високі власні значення. Власне значення для перших двох коренів близькі до 1,0, що свідчить про їх значимість. Перший корінь пояснює більшу частину варіацій між наборами змінних.

Власні значення канонічних коренів 6 і 7 різко знижуються і наближаються до 0, що свідчить про те, що вони майже не роблять внеску в поясненні варіації між змінними.

В таблиці 2.5 наведені результати побудови кореляційної матриці для індикаторів монетарної політики та економічних флуктуацій, що показують силу і напрямок зв'язку між кожною парою змінних.

Значення коефіцієнтів кореляції підтверджують наявність позитивної слабкої кореляції між темпом зростання ВВП та окремими індикаторами монетарної політики. Обсяг ВВП здійснює помірний вплив на курс гривні до долара США (коефіцієнт кореляції 0,546), що свідчить про те, що зростання курсу долара може бути пов'язано з покращенням економічної активності в країні. В той же час, коефіцієнти кореляції між темпами зростання ВВП та ставками за кредитами (0,173) і депозитами (-0,474), грошовим агрегатом МЗ (0,385) засвідчують слабкий зв'язок між зазначеними показниками.

Рівень безробіття здійснює дещо вищий вплив на інструменти монетарної політики. Так, зростання рівня безробіття супроводжується зростанням грошової маси в країні (коефіцієнт кореляції – 0,614), процентних ставок за кредитами (коефіцієнт кореляції 0,436). В той же час, зниження рівня безробіття супроводжується зростанням ставок за депозитами (коефіцієнт кореляції – -0,380).

Таблиця 2.5 – Кореляційна матриця індикаторів монетарної політики та економічних флуктуацій

Variable	Correlations (Spreadsheet2_(Recovered))																	
	CRNV	DNFV	M3	DUPNV	DFPNV	AR	DC	RO	IR	CEU	CUSA	GDP	UnrmpR	LaborForce	IndexUK	CSI	CSPPI	IPI
CRNV	1,000	0,056	0,239	0,259	0,352	0,757	0,249	0,240	0,290	0,290	0,283	0,173	0,436	-0,342	0,129	0,131	0,066	0,415
DNFV	0,056	1,000	-0,855	-0,484	-0,518	-0,280	-0,769	-0,820	0,169	-0,834	-0,851	-0,474	-0,380	0,622	-0,351	-0,869	-0,216	-0,082
M3	0,239	-0,855	1,000	0,371	0,501	0,438	0,813	0,872	-0,038	0,891	0,895	0,385	0,614	-0,824	0,505	0,851	0,192	0,353
DUPNV	0,259	-0,484	0,371	1,000	0,956	0,450	0,523	0,515	-0,138	0,559	0,585	0,704	0,431	-0,217	-0,040	0,396	0,227	0,105
DFPNV	0,352	-0,518	0,501	0,956	1,000	0,466	0,522	0,536	-0,169	0,591	0,617	0,746	0,676	-0,397	0,023	0,456	0,191	0,099
AR	0,757	-0,280	0,438	0,450	0,466	1,000	0,653	0,627	0,598	0,624	0,643	0,343	0,306	-0,418	0,071	0,327	0,179	0,336
DC	0,249	-0,769	0,813	0,523	0,522	0,653	1,000	0,992	0,222	0,953	0,949	0,450	0,296	-0,504	0,346	0,728	0,194	0,425
RO	0,240	-0,820	0,872	0,515	0,536	0,627	0,992	1,000	0,177	0,969	0,968	0,444	0,361	-0,587	0,372	0,793	0,184	0,395
IR	0,290	0,169	-0,038	-0,138	-0,169	0,598	0,222	0,177	1,000	0,060	0,077	-0,288	-0,173	-0,089	-0,326	-0,174	0,161	-0,082
CEU	0,290	-0,834	0,891	0,559	0,591	0,624	0,953	0,969	0,060	1,000	0,993	0,530	0,417	-0,596	0,458	0,792	0,234	0,468
CUSA	0,283	-0,851	0,895	0,585	0,617	0,643	0,949	0,968	0,077	0,993	1,000	0,546	0,433	-0,634	0,421	0,791	0,219	0,418
GDP	0,173	-0,474	0,385	0,704	0,746	0,343	0,450	0,444	-0,288	0,530	0,546	1,000	0,526	-0,162	0,074	0,286	0,179	0,078
UnrmpR	0,436	-0,380	0,614	0,431	0,676	0,306	0,296	0,361	-0,173	0,417	0,433	0,526	1,000	-0,684	0,172	0,413	0,017	0,044
LaborForce	-0,342	0,622	-0,824	-0,217	-0,397	-0,418	-0,504	-0,587	-0,089	-0,596	-0,634	-0,162	-0,684	1,000	-0,260	-0,669	-0,027	-0,076
IndexUK	0,129	-0,351	0,505	-0,040	0,023	0,071	0,346	0,372	-0,326	0,458	0,421	0,074	0,172	-0,260	1,000	0,450	0,240	0,754
CSI	0,131	-0,869	0,851	0,396	0,456	0,327	0,728	0,793	-0,174	0,792	0,791	0,286	0,413	-0,669	0,450	1,000	0,094	0,204
CSPPI	0,066	-0,216	0,192	0,227	0,191	0,179	0,194	0,184	0,161	0,234	0,219	0,179	0,017	-0,027	0,240	0,094	1,000	0,227
IPI	0,415	-0,082	0,353	0,105	0,099	0,336	0,425	0,395	-0,082	0,468	0,418	0,078	0,044	-0,076	0,754	0,204	0,227	1,000

Джерело: побудовано на основі авторських розрахунків

Проведені розрахунки підтверджують наявність сильного негативного зв'язку між рівнем участі населення у робочій силі та грошовою масою в країні (коефіцієнт кореляції – $-0,824$) та його помірного позитивного впливу на ставку за депозитами (коефіцієнт кореляції – $0,622$).

Високий рівень кореляції встановлено між індексом споживчих настроїв та грошовою масою в країні (коефіцієнт кореляції – $0,851$), в той час як зростання ставок за депозитами в іноземній валюті може негативно позначитися на споживчих настроях населення (коефіцієнт кореляції – $-0,869$).

В той же час, низькі значення коефіцієнта кореляції підтверджують відсутність зв'язку між рівнем інфляції та грошовим агрегатом М3 ($-0,038$), що свідчить про те, що зміни в обсязі грошової маси майже не впливають на інфляцію в Україні протягом аналізованого періоду. Це може свідчити про більший вплив таких факторів як попит і пропозиція на товари і послуги на рівень інфляції, ніж зміни в грошовій масі.

Практично відсутній зв'язок ($R - 0,290$) між рівнем інфляції та відсотковою ставкою за кредитами резидентам у національній валюті; обсягах витрат споживачів (індексом споживчих витрат на одну особу) та розмірами відсоткової ставки за кредитами ($0,066$) та облікової ставки ($0,179$); змінами в темпах економічного зростання (ВВП) та ставками за кредитами ($0,173$).

Таким чином, результати проведеного аналізу засвідчують що окремі індикатори економічних флуктуацій (ВВП, фондові індекси, споживчі настрої) значно залежать від інструментів монетарної політики.

В той же час, низькі значення коефіцієнтів кореляції свідчать про вплив інших факторів на аналізовані показники, в той час як досліджені взаємозалежності не є ключовими у визначення взаємодії між різними аспектами монетарної політики та економічних флуктуацій.

На наступному етапі дослідження проведено аналіз факторної структури інструментів монетарної політики та економічних флуктуацій, що дозволяє визначити доцільність скорочення кількості змінних, що будуть приймати участь в аналізі взаємозалежності між двома групами змінних.

Наведені в таблиці 2.6 результати дозволяють зробити висновок про наявність/відсутність лінійного зв'язку між змінними, в той час як коефіцієнти показують ступінь даної взаємодії.

Таблиця 2.6 – Факторна структура інструментів монетарної політики

Root Variable	Factor Structure, left set (Spreadsheet2_(Recovered))						
	Root 1	Root 2	Root 3	Root 4	Root 5	Root 6	Root 7
CRNV	-0,435375	-0,117300	-0,398455	0,357983	0,075979	0,232712	0,282674
DNFV	0,374007	0,678439	-0,456772	-0,039873	0,348051	0,014774	0,186725
M3	-0,607440	-0,624195	0,200539	0,342388	-0,137543	-0,110757	-0,066355
DUPNV	-0,430355	-0,381139	-0,079412	-0,191853	-0,381899	0,622812	-0,066415
DFPNV	-0,675714	-0,312319	-0,064401	-0,156785	-0,311604	0,508184	-0,054341
AR	-0,302237	-0,384289	-0,218589	0,318066	-0,322089	0,319707	0,523036
DC	-0,290298	-0,770836	0,027850	0,212562	-0,223480	0,252643	0,104535
RO	-0,354154	-0,770295	0,103732	0,234986	-0,205655	0,200282	0,095685
IR	0,174021	0,206012	-0,020379	0,507072	-0,291584	0,259923	0,574110
CUSA	-0,425963	-0,785443	0,053285	0,189695	-0,316200	0,095713	0,103385

Джерело: побудовано на основі авторських розрахунків

Ставка за депозитами резидентів в іноземній валюті має найбільш суттєвий рівень кореляції з канонічним показником (0,374; 0,678; -0,456; -0,0398; 0,348; 0,147; 0,186), в той час як рівень інфляції здійснює найменший вплив (0,174; 0,206; -0,02; 0,5; -0,29; 0,25; 0,57).

В той же час, аналіз значень для перших канонічних коренів засвідчує помірний вплив всіх аналізованих інструментів монетарної політики. Рівень інфляції і ставка за депозитами здійснює позитивний вплив, решта показників мають від'ємні значення навантажень на перші канонічні корені. Таким чином, можна зробити висновок про доцільність врахування всіх аналізованих нами інструментів монетарної політики при побудові структурної моделі.

Таблиця 2.7 – Факторна структура індикаторів економічних флуктуацій

Root	Factor Structure, right set (Spreadsheet2_(Recovered))						
Variable	Root 1	Root 2	Root 3	Root 4	Root 5	Root 6	Root 7
GDP	-0,5268	-0,3856	-0,1977	-0,5417	-0,4587	0,17392	-0,0245
UnrmpR	-1	-0,0071	0,00263	0,00435	-0,0009	-0,0028	0,00234
LaborForce	0,67802	0,27728	-0,318	-0,4728	0,1357	0,22413	-0,2647
IndexUK	-0,167	-0,5597	-0,1934	0,17204	0,19235	-0,5639	-0,4866
CSI	-0,4058	-0,7341	0,49143	0,18443	0,05982	0,06064	-0,117
CSPPI	-0,0172	-0,0277	-0,0933	0,33911	-0,6257	0,1204	-0,685
IPI	-0,0404	-0,5686	-0,6605	0,34072	0,19493	-0,1458	-0,2521

Джерело: побудовано на основі авторських розрахунків

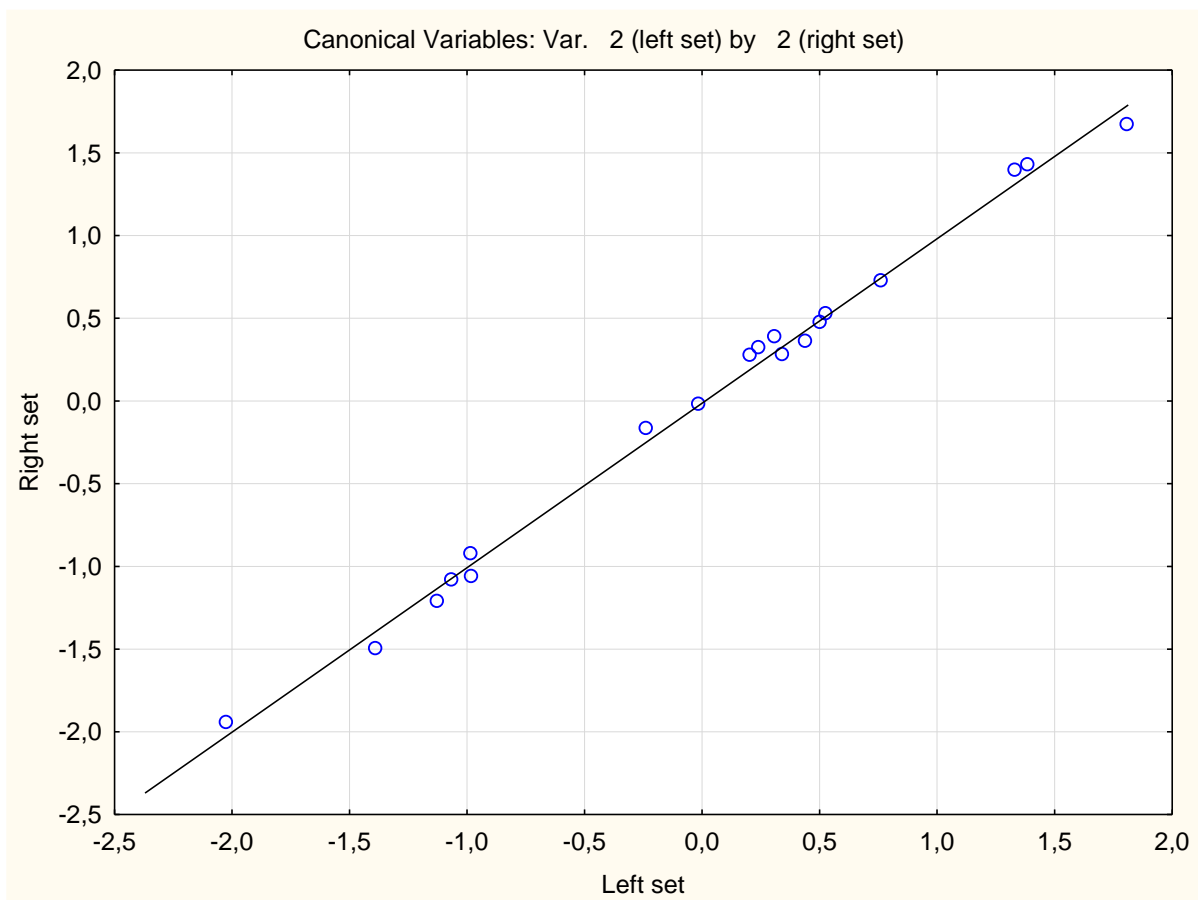


Рисунок 2.17 – Діаграма розсіювання канонічних кореляцій

Джерело: побудовано на основі авторських розрахунків

Факторна структура індикаторів економічних флуктуацій (таблиця 2.7) засвідчує вагомий вплив валового внутрішнього продукту (-0,526; -0,385; -0,197; -0,541; -0,457; 0,173; -0,024). Незважаючи на незначний вплив індексу споживчих витрат на одну особу (-0,017; -0,027; -0,093; 0,334; 0,-625; 0,120;

-0,685), достатньо високі значення коефіцієнтів для п'ятого і сьомого канонічних коренів свідчить про доцільність врахування даного індикатора при побудові моделі структурних рівнянь.

Зображена на рисунку 2.17 діаграма розсіювання канонічних кореляцій засвідчує відсутність викидів та будь-якої нелінійної тенденції (залишки канонічних кореляцій знаходяться навколо лінії регресії). Таким чином, можна зробити висновок про відсутність серйозних порушень основного припущення канонічного кореляційного аналізу.

Отримані результати підтверджують наявність взаємозв'язку між аналізованими нами індикаторами і дозволяють, на основі визначених в таблиці 2.8 параметрів, побудувати систему структурних рівнянь наступного вигляду (2.6).

Таким чином, результати побудови структурної моделі взаємозв'язку інструментів монетарної політики та індикаторів економічних флуктуацій дозволяють зробити про значний вплив політики НБУ на економічні флуктуації.

В той же час, всі індикатори економічних флуктуацій здійснюють значний вплив на відсоткову ставку за кредитами. Зростання економіки (ВВП) позитивно позначається на відсотковій ставці за кредитними операціями (коефіцієнт – -0,244). Це може бути пов'язано з тим, що за умови високого рівня економічного розвитку знижується ризик неповернення коштів, що дозволяє банкам знижувати ставки. В той же час, високі коефіцієнти кореляції між темпом зростанням ВВП і рівнем безробіття (0,727) свідчать про те, що зростання рівня безробіття асоціюється з більшими економічними ризиками і змушує банки підвищувати ставки для їх компенсації.

Таблиця 2.8 – Параметри структурної моделі взаємозв'язку інструментів монетарної політики та індикаторів економічних флуктуацій (фрагмент)

	Model Estimates (Spreadsheet2_(Recovered))			
	Parameter Estimate	Standard Error	T Statistic	Prob. Level
(EF)-1->[GDP]	-0,172	1,104	-0,156	0,876
(EF)-2->[UnrmpR]	1,532	0,000		
(EF)-3->[LaborFor]	-2,095	0,000		
(EF)-4->[IndexUK]	0,554	0,000		
(EF)-5->[CSI]	0,529	0,000		
(EF)-6->[CSPPi]	-1,296	0,000		
(EF)-7->[IPI]	0,768	0,000		
(DELTA1)-->[GDP]				
(DELTA2)-->[UnrmpR]				
(DELTA3)-->[LaborFor]				
(DELTA4)-->[IndexUK]				
(DELTA5)-->[CSI]				
(DELTA6)-->[CSPPi]				
(DELTA7)-->[IPI]				
(DELTA1)-8-(DELTA1)	0,000	0,000		
(DELTA2)-9-(DELTA2)	0,000	0,000		
(DELTA3)-10-(DELTA3)	0,000	0,000		
(DELTA4)-11-(DELTA4)	0,000	3,703	0,000	1,000
(DELTA5)-12-(DELTA5)	0,000	0,000		
(DELTA6)-13-(DELTA6)	0,000	1215,120	0,000	1,000
(DELTA7)-14-(DELTA7)	0,000	0,000		
(MP)-->[CRNV]				
(MP)-15->[DNFV]	-0,999	0,205	-4,869	0,000
(MP)-16->[M3]	1,056	0,219	4,823	0,000
(MP)-17->[DUPNV]	0,679	0,227	2,999	0,003
(MP)-18->[DFPNV]	0,693	0,226	3,067	0,002
(MP)-19->[AR]	0,821	0,218	3,766	0,000
(MP)-20->[DC]	6,461	0,931	6,942	0,000
(MP)-21->[RO]	3,460	0,516	6,703	0,000
(MP)-22->[IR]	0,244	0,241	1,011	0,312
(MP)-23->[CEU]	1,209	0,239	5,048	0,000
(MP)-24->[CUSA]	1,202	0,245	4,904	0,000
(EPSILON1)-->[CRNV]				
(EPSILON2)-->[DNFV]				
(EPSILON3)-->[M3]				
(EPSILON4)-->[DUPNV]				
(EPSILON5)-->[DFPNV]				
(EPSILON6)-->[AR]				
(EPSILON7)-->[DC]				
(EPSILON8)-->[RO]				
(EPSILON9)-->[IR]				
(EPSILON10)-->[CEU]				
(EPSILON11)-->[CUSA]				
(EPSILON1)-25-(EPSILON1)	0,500	0,000		
(EPSILON2)-26-(EPSILON2)	0,000	0,000		

Джерело: побудовано на основі авторських розрахунків

$$\begin{aligned}
 CRNV &= MP + 0,5 \\
 DNFV &= -0,999 \cdot MP \\
 M3 &= 1,056 \cdot MP + 0,456 \\
 DUPNV &= 0,679 \cdot MP + 0,5 \\
 DFPNV &= 0,693 \cdot MP + 0,5 \\
 AR &= 0,821 \cdot MP + 0,5 \\
 DC &= 6,461 \cdot MP + 0,5 \\
 RO &= 3,460 \cdot MP + 0,465 \\
 IR &= 0,224 \cdot MP \\
 CEU &= 1,209 \cdot MP + 0,5 \\
 CUSA &= 1,202 \cdot MP + 0,554 \\
 GDP &= -0172 \cdot EF \\
 UnrmpR &= 1,532 \cdot EF \\
 LaborFor &= -2,095 \cdot EF \\
 IndexUK &= 0,554 \cdot EF \\
 CSI &= 0,529 \cdot EF \\
 CSPPI &= -1,296 \cdot EF \\
 IPI &= 0,768 \cdot EF \\
 CRNV &= -0,244 \cdot GDP + 0,727 \cdot UnrmpR - 1,910 \cdot LaborFor - 0,907 \cdot IndexUK + \\
 &\quad + 1,102 \cdot CSI - 4,849 \cdot CSPPI - 1,559 \cdot IPI + 0,794 \\
 DNFV &= -0,292 \cdot GDP - 0,346 \cdot UnrmpR + 0,561 \cdot LaborFor + 0,409 \cdot IndexUK - (2.6) \\
 &\quad - 2,757 \cdot CSI - 2,898 \cdot CSPPI - 0,383 \cdot IPI + 0,394 \\
 M3 &= 0,058 \cdot GDP - 0,046 \cdot UnrmpR - 0,103 \cdot LaborFor + 0,825 \cdot IndexUK + \\
 &\quad + 2,171 \cdot CSI - 0,075 \cdot CSPPI + 0,757 \cdot IPI \\
 DUPNV &= 0,871 \cdot GDP + 0,083 \cdot UnrmpR + 0,139 \cdot LaborFor + 0,871 \cdot IndexUK + \\
 &\quad + 1,677 \cdot CSI + 0,078 \cdot CSPPI - 1,163 \cdot IPI + 0,251 \\
 DFPNV &= 0,194 \cdot GDP + 0,147 \cdot UnrmpR + 1,412 \cdot LaborFor - 0,105 \cdot IndexUK - \\
 &\quad - 0,728 \cdot CSI + 7,867 \cdot CSPPI - 0,628 \cdot IPI + 0,239 \\
 AR &= 0,154 \cdot GDP + 0,176 \cdot UnrmpR - 5,182 \cdot LaborFor + 0,886 \cdot IndexUK + \\
 &\quad + 2,483 \cdot CSI - 1,079 \cdot CSPPI - 0,156 \cdot IPI + 0,107 \\
 DC &= -0,195 \cdot GDP + 0,002 \cdot UnrmpR - 3,309 \cdot LaborFor + 0,691 \cdot IndexUK + \\
 &\quad + 1,772 \cdot CSI - 0,143 \cdot CSPPI + 2,758 \cdot IPI \\
 RO &= 0,785 \cdot GDP + 0,203 \cdot UnrmpR - 1,234 \cdot LaborFor + 1,162 \cdot IndexUK - \\
 &\quad - 0,514 \cdot CSI + 8,048 \cdot CSPPI - 1,816 \cdot IPI \\
 IR &= 0,415 \cdot GDP - 0,439 \cdot UnrmpR - 0,881 \cdot LaborFor - 0,707 \cdot IndexUK + \\
 &\quad + 0,594 \cdot CSI - 11,711 \cdot CSPPI - 0,396 \cdot IPI + 1,015 \\
 CEU &= 0,562 \cdot GDP + 0,741 \cdot UnrmpR + 1,569 \cdot LaborFor + 0,431 \cdot IndexUK + \\
 &\quad + 0,462 \cdot CSI - 5,525 \cdot CSPPI + 2,660 \cdot IPI \\
 CUSA &= 0,479 \cdot GDP + 0,483 \cdot UnrmpR - 3,853 \cdot LaborFor + 0,148 \cdot IndexUK + \\
 &\quad + 0,267 \cdot CSI + 0,721 \cdot CSPPI + 0,740 \cdot IPI
 \end{aligned}$$

Збільшення участі населення в робочій силі призводить до зростання економічної активності в країні, зменшує ризик неповернення кредитів та супроводжується зниженням кредитної ставки (коефіцієнт – -1,91). Підвищення індексу фондового ринку, споживчих витрат та промислового виробництва призводять до зниження кредитної ставки (коефіцієнти

становлять -0,907; -4,848 та -1,559 відповідно). Таким чином, зростання економіки, що супроводжується зростанням промислового виробництва та підвищенням споживчих витрат дозволяє банкам знижувати кредитні ставки.

Найбільший вплив на обсяги операцій репо здійснює зростання індексів споживчих витрат та промислового виробництва. Це свідчить про важливість споживчої активності та промислового виробництва для ринку репо. Зростання економіки супроводжується збільшенням операцій репо, що може бути зумовлено зростанням потреби в короткостроковому фінансуванні через дані операції в умовах підвищеної економічної активності (коефіцієнт залежності становить 0,785), зростанням попиту на короткострокове фінансування на фондовому ринку (коефіцієнт – 1,162), потребою в додаткових фінансових ресурсах для задоволення зростаючого попиту на споживчі витрати (коефіцієнт – 8,048). В той же час, рівень безробіття здійснює незначний вплив на аналізований показник (коефіцієнт – 0,203).

Рівняння залежності курсу гривні до долара США від індикаторів економічних флуктуацій засвідчує, що основним факторами впливу є рівень участі населення у робочій силі та індекс споживчих витрат населення. Позитивний вплив на курс гривні до долара США здійснюють темп зростання ВВП (0,479), зростання споживчих витрат (0,721) та промислового виробництва (0,740). Економічне зростання підвищує довіру до національної валюти в приваблює інвестицій, що, в свою чергу, сприяє стабілізації гривні. В той же час, високий рівень участі населення в робочій силі здійснює негативний вплив на курс долара, що може бути пов'язано зі зниженням попиту на валюту як захисному активі в умовах стабілізації економіки.

Результати перевірки побудованої моделі на адекватність (таблиця 2.9) свідчать про те, що модель має певні невідповідності, однак значення критерію ICS і деяких інших показників свідчать про її загальну прийнятність.

Таблиця 2.9 – Результати перевірки структурної моделі на адекватність та точність встановлених взаємозалежностей

	Основна підсумкова статистика (таблиця1)
	Значення
Функція розбіжності	54,993
Максимальний залишковий косинус	0,210
Максимальний абсолютний градієнт	0,838
Критерій ICSF	7,477
Критерій ICS	0,966
ML Хі-квадрат	989,882
Ступені свободи	122,000
p-значення	0,000
RMS стандартизований залишок	2,794

Джерело: побудовано на основі авторських розрахунків

Значення p-value вказує на доцільність відхилення нульової гіпотези про відсутність зв'язку між показниками з високим рівнем статистичної значущості. Близьке до 1 значення критерію ICS вказує на гарну відповідність моделі структурі коваріації у даних.

Крім того, перевірка стабільності структурної моделі взаємозв'язку інструментів монетарної політики та індикаторів економічних флуктуацій буде здійснена за допомогою побудови матриці-рефлектора. Наведені у таблиці 2.10 дані дозволяють зробити висновок про наявність значних кореляційних зв'язків між деякими показниками. В цілому, всі отримані значення перебувають в діапазоні $[-1; +1]$, що свідчить про стабільність системи структурних рівнянь.

Отримані значення підтверджують наявність негативного зв'язку рівня участі населення у робочій силі та індексу промислового виробництва (-0,610 і -0,298 відповідно) з відсотковою ставкою за кредитами та засвідчують, що зростання рівня зайнятості та промислового виробництва призводить до зниження ставок за кредитними операціями.

Таблиця 2.10 – Матриця-рефлектор для перевірки стабільності структурної моделі взаємозв'язку інструментів монетарної політики та індикаторів економічних флуктуацій

	Reflector Matrix (Аркуш I in For Statistica)																	
	CRNV	DNFV	M3	DUPNV	DFPNV	AR	DC	RO	IR	CEU	CUSA	GDP	UnrmpR	LaborFor	IndexUK	CSI	CSPPI	IPI
CRNV	0,042	-0,185	-0,109	-0,135	-0,308	-0,307	0,186	0,147	0,275	0,029	0,039	-0,134	-0,610	-0,268	-0,157	-0,199	0,296	-0,298
DNFV	-0,384	-0,162	0,641	0,299	0,257	0,084	0,513	0,578	-0,060	0,577	0,625	0,267	0,045	-0,673	0,291	0,736	0,692	-0,697
M3	-0,399	0,133	0,132	0,878	0,408	0,120	0,146	-0,015	-0,092	-0,060	-0,068	0,645	-0,956	0,132	-0,666	-0,450	0,663	0,721
DUPNV	-0,152	-0,026	0,245	-0,037	-0,926	-0,154	0,035	0,071	0,261	0,008	-0,012	-0,619	-0,239	-0,185	0,411	0,070	-0,289	-0,522
DFPNV	-0,344	-0,065	0,135	-1,029	-0,050	-0,187	0,113	0,120	0,306	0,035	0,011	-0,710	-0,644	-0,252	0,363	0,009	-0,233	-0,486
AR	-0,914	-0,071	-0,003	-0,415	-0,451	0,032	-0,093	-0,084	-0,507	-0,141	-0,207	-0,385	-0,348	-0,219	0,218	-0,132	-0,529	-0,425
DC	0,461	0,047	0,080	0,091	0,275	0,064	0,559	-0,344	-0,293	-0,162	-0,127	0,142	0,618	0,225	0,197	0,216	0,179	0,111
RO	0,758	0,242	-0,143	0,358	0,560	0,130	-0,749	0,345	-0,568	-0,333	-0,284	0,496	0,820	0,679	0,168	0,079	0,403	0,408
IR	0,122	-0,006	-0,036	0,298	0,321	-0,338	-0,200	-0,184	-0,026	-0,011	-0,041	0,440	0,236	0,210	0,379	0,145	-0,429	0,050
CEU	-0,296	0,293	-0,420	-0,207	-0,058	-0,585	-0,777	-0,700	-0,094	0,028	-0,862	-0,371	0,338	-0,014	-0,369	0,194	0,078	0,381
CUSA	0,057	0,056	-0,029	-0,019	0,015	-0,035	-0,052	-0,045	0,035	-0,106	0,891	-0,084	0,094	-0,052	-0,066	0,045	-0,048	0,071
GDP	0,056	-0,009	0,229	-0,558	-0,487	0,015	-0,004	0,040	0,567	-0,031	-0,044	0,009	-0,092	-0,152	0,189	0,027	-0,182	-0,066
UnrmpR	-0,531	-0,144	-0,271	-0,004	-0,328	-0,096	0,214	0,137	0,012	0,103	0,092	0,001	0,000	-0,135	-0,092	-0,147	0,235	-0,041
LaborFor	-0,533	-0,326	0,105	0,206	0,087	-0,035	0,392	0,403	0,281	0,216	0,218	0,001	-0,249	0,060	-0,364	0,319	0,189	-0,110
IndexUK	0,052	0,035	-0,067	0,236	0,170	0,237	0,159	0,130	0,441	0,023	0,043	0,006	-0,068	-0,138	0,012	-0,038	-0,037	0,169
CSI	-0,528	0,151	-0,143	-0,063	-0,239	-0,033	0,430	0,303	0,556	0,271	0,174	0,012	-0,578	0,167	-0,210	0,054	0,054	-0,269
CSPPI	0,157	0,219	0,064	-0,036	0,028	-0,193	-0,008	-0,014	-0,449	-0,004	-0,035	-0,002	0,175	0,075	-0,038	0,009	0,004	0,002
IPI	-0,279	-0,577	0,582	-0,099	-0,008	-0,082	0,385	0,432	-0,164	0,447	0,440	0,242	0,225	-0,420	0,324	0,401	-0,056	0,022

Джерело: побудовано на основі авторських розрахунків

Ставки за депозитами мають позитивний зв'язок з грошовим агрегатом МЗ (0,641) та операціями репо (0,578). Це свідчить про те, що зростання ставок за депозитами можуть бути пов'язані зі зростанням грошової маси та короткострокових операцій на ринку.

В той же час, операції репо мають сильний позитивний зв'язок з рівнем безробіття та індексом споживчих настроїв населення (0,820 та 0,679 відповідно).

Облікова ставка має негативний зв'язок із більшістю аналізованих змінних, що свідчить про те, що її підвищення супроводжується зниженням інших економічних показників, таких як, наприклад, індекс споживчих настроїв (-0,333) та індекс промислового виробництва (-0,425).

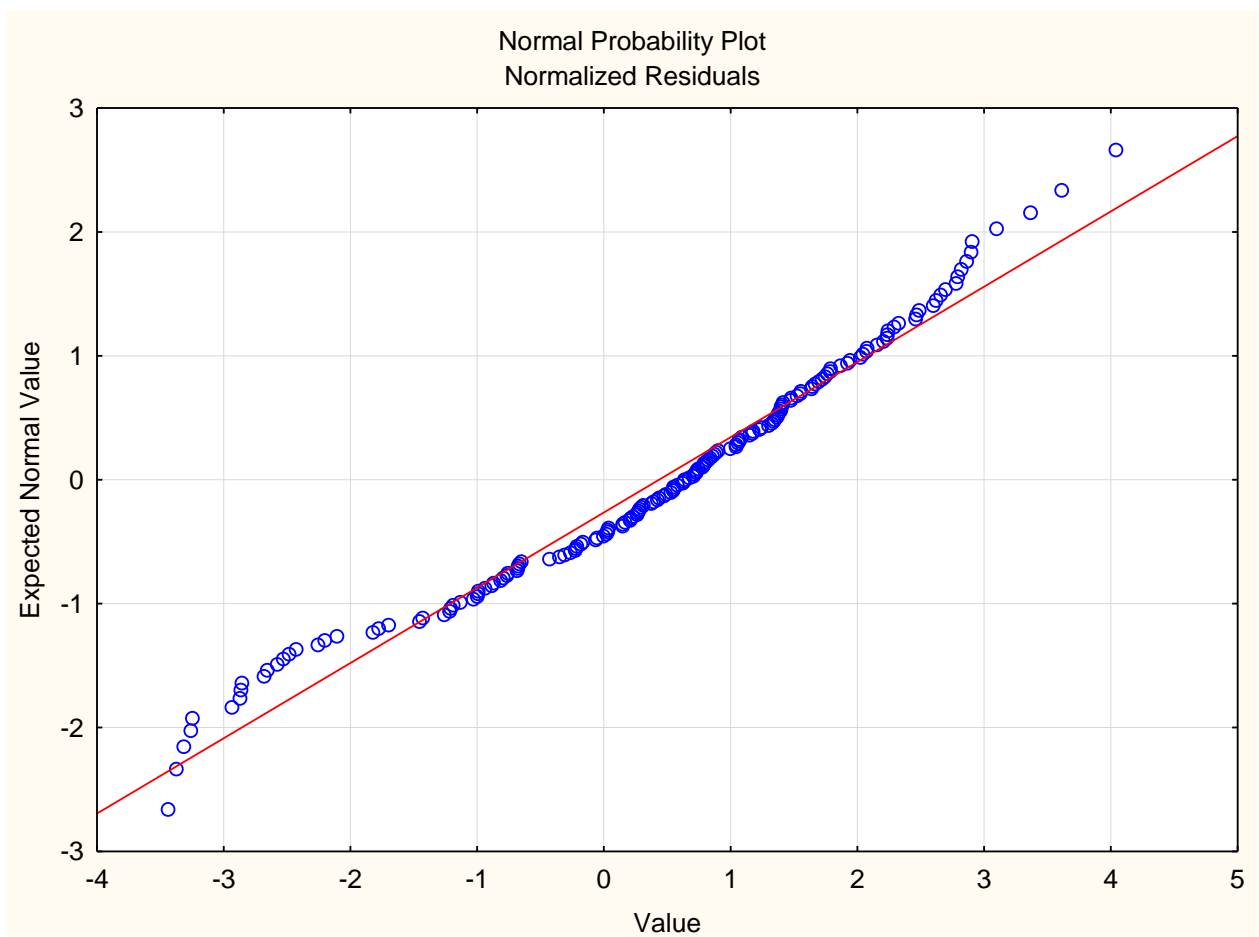


Рисунок 2.18 – Графік перевірки нормальності розподілу залишків

Джерело: побудовано на основі авторських розрахунків

Наведений на рисунку 2.18 графік перевірки нормальності розподілу залишків засвідчує відповідність нормалізованих залишків нормальному закону розподілу та підтверджує адекватність проведених розрахунків.

На наступному етапі дослідження проведемо аналіз чутливості індикаторів монетарної політики до шоків економічних флуктуацій. Це дозволяє оцінити яким чином різні інструменти та показники монетарної політики реагують на раптові зміни в економічному середовищі, такі як несподівані коливання ВВП, інфляції, рівня безробіття та інших макроекономічних показників.

Даний аналіз допоможе виявити найбільш вразливі аспекти монетарної політики та оцінити, які індикатори потребують більш посиленої уваги з боку регуляторів для забезпечення економічної стабільності в умовах майбутніх криз.

За результатами аналізу даних, їх перевірки на стаціонарність та коінтегрованість зроблено висновок про доцільність використання VAR-моделі, яка дозволяє описати, яким чином монетарна політика залежить від попередніх значень як самих індикаторів монетарної політики, так і попередніх значень індикаторів економічних флуктуацій.

Таким чином, дана модель дозволяє врахувати не лише поточний стан показників економічних флуктуацій, але і їх зміни у минулому, що можуть впливати на індикатори монетарної політики. Крім того, сама монетарна політика має певний рівень інертності, тобто її поточний стан залежить від значень попередніх періодів.

Дана модель може бути представлена у вигляді рівняння, в якому індикатори монетарної політики залежить від лінійної комбінації лагових значень показників економічних флуктуацій та індикатори самої монетарної політики попередніх періодів:

$$A(MP) = f(A(EF_i(L))) \quad (2.7)$$

де $A(MP)$ – лагові різниці для рядів змінних індикаторів монетарної політики;

$A(EF_i(L))$ – лагові різниці для ряду i -го показника економічних флуктуацій.

Для наочного представлення результатів моделювання впливу економічних флуктуацій на інструменти монетарної політики було побудовано графіки (рис. 2.20 – 2.21), що демонструють реакцію параметрів моделі на одиничні та акумульовані шоки економічних флуктуацій.

Під час побудови графіків було враховано статичність інших параметрів моделі, що дозволяє зосередитися виключно на впливі флуктуацій, всі інші змінні залишалися незмінними.

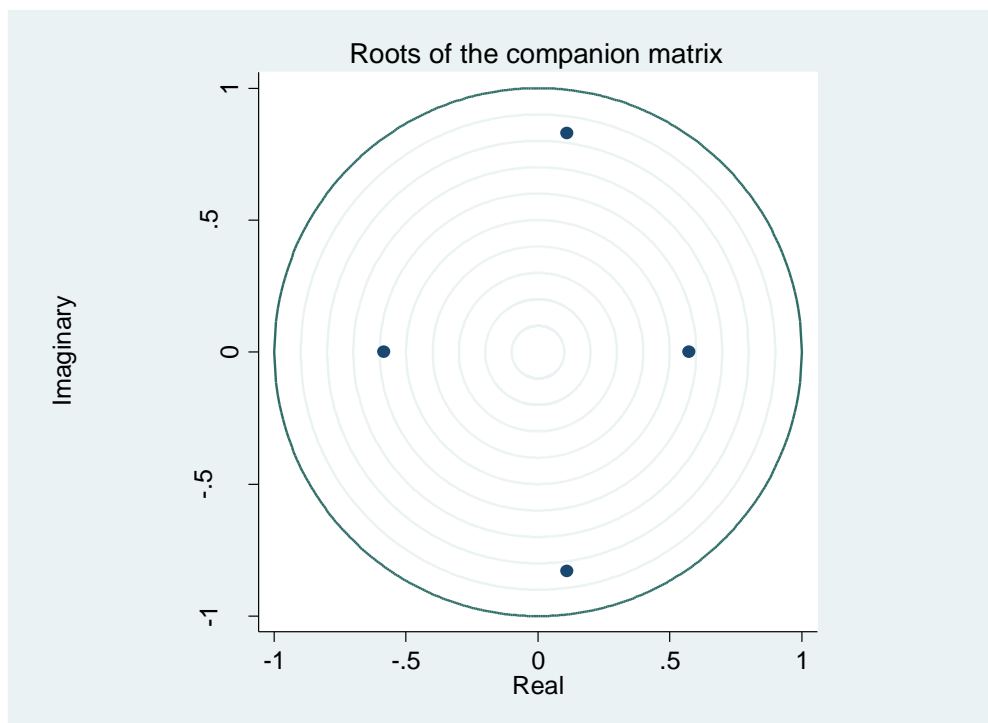


Рисунок 2.19 – Результати перевірки моделі на стійкість (фрагмент)

Джерело: побудовано на основі авторських розрахунків

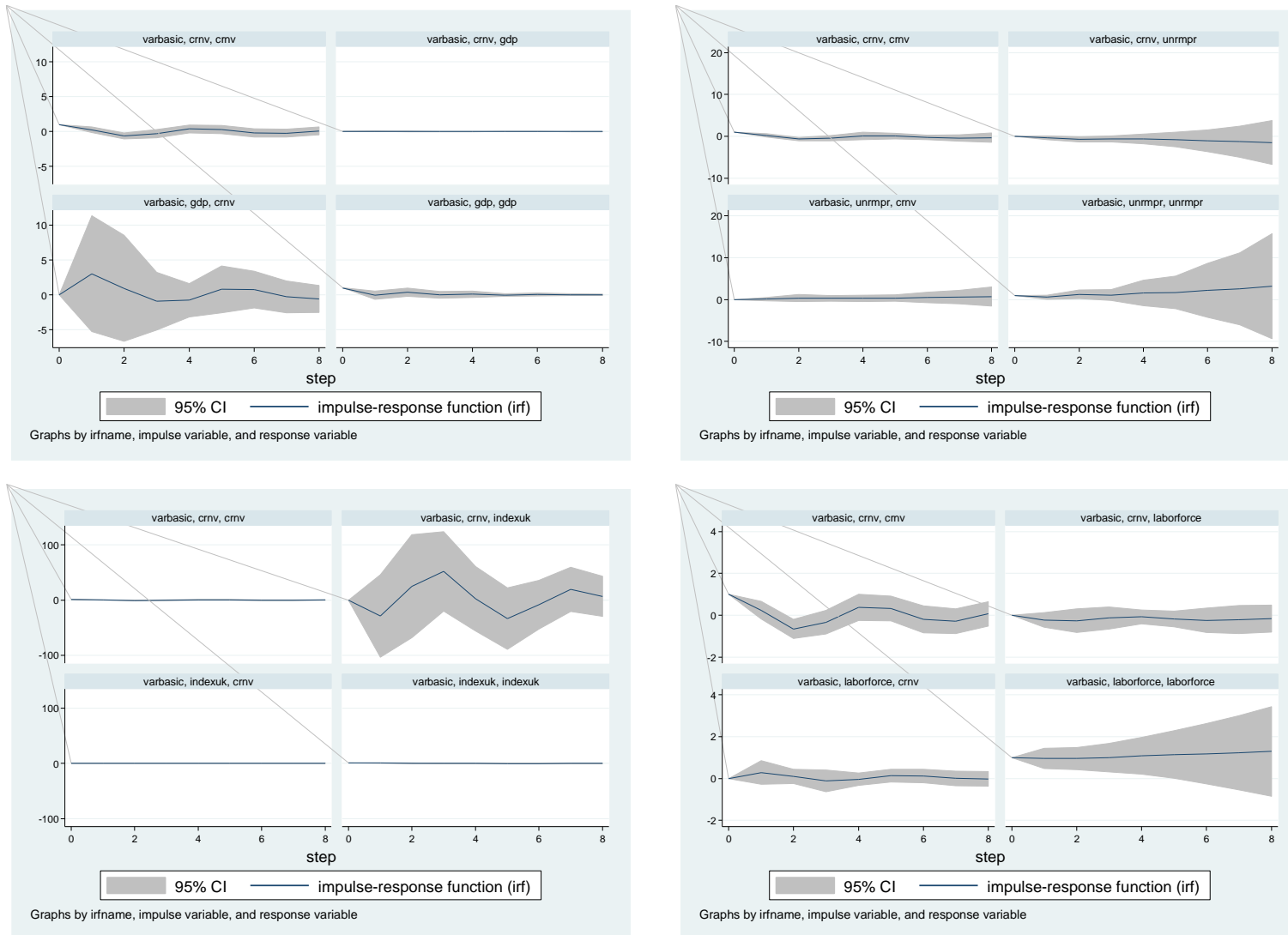


Рисунок 2.20 – Імпульсні функції відгуку відсоткових ставок за кредитами резидентів у національній валюті на шоки економічних флуктуацій

Джерело: побудовано на основі авторських розрахунків

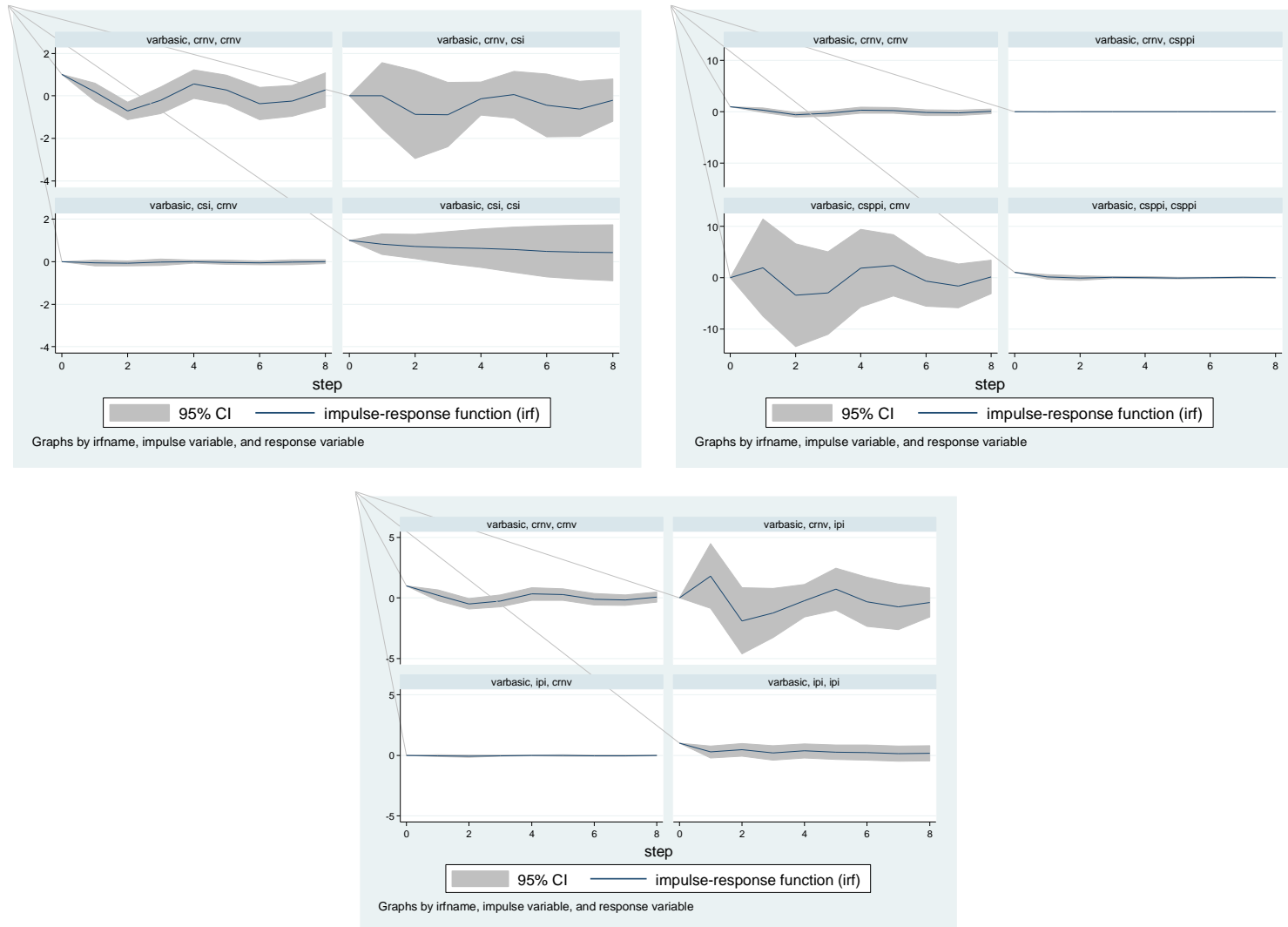


Рисунок 2.21 – Імпульсні функції відгуку відсоткових ставок за кредитами резидентів у національній валюті на шоки економічних флуктуацій

Джерело: побудовано на основі авторських розрахунків

На рисунках 2.20 та 2.21 наведені графіки відгуків параметрів монетарної політики та шоки економічних флуктуацій, які демонструють динаміку зміни окремих показників монетарної політики та сприяють оцінці як миттєвої реакції інструментів монетарної політики на шоки, так і їх подальшу динаміку протягом певного часу. Результати аналізу дозволяють зробити висновок про те, що ставки за кредитами резидентів у національній валюті найбільш чутливими є до шоків ВВП та індексу споживчих витрат на одну особу.

Результати перевірки моделі на стійкість (рисунок 2.19) підтверджують достовірність та стабільність встановлених взаємозалежностей, так як власні значення моделі розташовані всередині одиничного кола.

Таким чином, результати проведеного аналізу підтверджують суттєву залежність економічних флуктуацій від інструментів монетарної політики. Це свідчить про те, що будь-які зміни в монетарних інструментах мають безпосередній вплив на ефективність процесів стабілізації економічного середовища. Це вимагає постійного моніторингу та коригування політики з метою мінімізації негативних наслідків і підтримання економічної стабільності.

Висновки до розділу 2

У другому розділі розглянуто науково-практичні засади впливу монетарної політики на економічні флуктуації, досліджено роль монетарної політики у концепціях ділових циклів, проаналізовано її ключові інструменти та механізми впливу на економічні процеси, визначено закономірності розвитку монетарної політики у періоди економічних флуктуацій, зокрема її адаптацію до змін макроекономічних умов, розроблено підхід до моделювання впливу інструментів монетарної політики на динаміку флуктуацій в економіці.

На основі узагальнення інструментарію управління економічними флуктуаціями в роботі обґрунтовано ключову роль монетарної політики в згладжуванні та мінімізації негативних наслідків економічних флуктуацій через адаптивне використання інструментів регулювання в умовах глобальних викликів та структурних змін економіки.

На основі структурного моделювання проведено оцінювання часової та просторової когерентності економічних флуктуацій та інструментів монетарної політики, яке враховує явні та латентні взаємозалежності шляхом побудови системи структурних рівнянь та передбачає оцінювання взаємозв'язків між множинами залежних і незалежних змінних і дозволяє ідентифікувати найбільш значущі залежності між ними з урахуванням можливого як прямого, так і опосередкованого впливу. Це дозволило визначити експліцитні та імпліцитні закономірності їх взаємодії, ідентифікувати ключові взаємозв'язки між динамікою економічних флуктуацій та реакцією монетарних інструментів, а також оцінити рівень їх синхронізації на різних часових горизонтах управління.

Практична апробація запропонованого підходу засвідчила, що збільшення участі населення в робочій силі призводить до зростання економічної активності в країні, зменшує ризик неповернення кредитів та супроводжується зниженням кредитної ставки. Підвищення індексу фондового ринку, споживчих витрат та промислового виробництва призводять до зниження кредитної ставки. Таким чином, зростання економіки, що супроводжується зростанням промислового виробництва та підвищенням споживчих витрат дозволяє банкам знижувати ставки за операціями кредитування.

Зростання економіки супроводжується збільшенням операцій репо, що може бути зумовленою зростанням потреби в короткостроковому фінансуванні через дані операції в умовах підвищеної економічної активності, зростанням попиту на короткострокове фінансування на фондовому ринку,

потребою в додаткових фінансових ресурсах для задоволення зростаючого попиту на споживчі витрати.

Рівняння залежності курсу гривні до долара США від індикаторів економічних флуктуацій засвідчує, що основним факторами впливу є рівень участі населення у робочій силі та індекс споживчих витрат населення. Економічне зростання підвищує довіру до національної валюти та приваблює інвестицій, що, в свою чергу, сприяє стабілізації гривні. В той же час, високий рівень участі населення в робочій силі здійснює негативний вплив на курс долара, що може бути пов'язано зі зниженням попиту на валюту як захисному активі в умовах стабілізації економіки.

Результати аналізу чутливості індикаторів монетарної політики до шоків економічних флуктуацій засвідчили суттєву залежність інструментів монетарної політики від економічної нестабільності. Найбільш чутливими до шоків ВВП та індексу споживчих витрат на одну особу визначено ставки за кредитами резидентів у національній валюті. Отримані результати засвідчили, що будь-які зміни в економічному середовищі мають безпосередній вплив на ефективність та застосування монетарних інструментів. Це вимагає постійного моніторингу та коригування монетарної політики з метою мінімізації негативних наслідків і підтримання економічної стабільності.

Основні положення даного розділу опубліковано автором у роботах:
[160, 163, 175, 176]

РОЗДІЛ 3 РОЗВИТОК МЕТОДИЧНИХ ПІДХОДІВ ТА ПРАКТИЧНОГО ІНСТРУМЕНТАРІЮ ФОРМУВАННЯ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ В УМОВАХ ЕКОНОМІЧНИХ ФЛУКТУАЦІЙ

3.1 Незалежність центральних банків як інструмент стабілізації економіки

Питання незалежності центральних банків є одним з центральних при аналізі основ організації та функціонування зазначених інституцій. Однак розглядаючи це питання ретроспективно не можна не помітити тісний зв'язок між дотриманням центральними банками правил монетарної політики та їх фактичною незалежністю.

Саме тому дослідження незалежності центральних банків крізь призму дотримання правил монетарної політики є, на сьогоднішній день, особливо актуальним, особливо через призму підвищення дискреційності у прийнятті монетарних рішень після фінансової кризи 2008 року.

Історія розвитку центральних банків після Другої світової війни є яскравим прикладом маятникоподібної зміни повноважень монетарних інституцій, що знайшла своє відображення у крайніх проявах дихотомії «правило чи дискреція». Одна з площин аналізу зазначеної дихотомії стосується правил монетарної політики у співставленні з дискрецією виходячи з уявлень Ф. Кідланда та Е. Прескота щодо коливань ділового циклу та здатності урядів реалізовувати бажану економічну політику.

Як зазначають дослідники, короткострокові коливання обсягів виробництва та зайнятості в основному зумовлені коливаннями сукупного попиту, тобто бажанням інвесторів вкладати кошти та бажанням споживачів споживати. Політика макроекономічної стабілізації може і повинна систематично контролювати сукупний попит, щоб уникнути повторюваних коливань виробництва [72].

На переконання авторів, доки відсутня перевірена теорія економічних коливань, активна стабілізація може бути небезпечною, і краще її не проводити. Покладання на такі практики, як постійне зростання грошової маси є безпечнішим політичним курсом. Як наслідок, політики при проведенні монетарної політики мають дотримуватись правил, а не суджень. Такі правила повинні бути простими та зрозумілими, що сприятиме своєчасній ідентифікації відхилень від правил політики [74, с. 486-487].

Б. Маккалум вказує на те, що противники застосування правил монетарної політики зазвичай посилаються на нібито обмеження її гнучкості. Концепція, яку вони досліджують являє собою режим, за якого центральний банк передав право на прийняття монетарних рішень «клерку, озброєному простою формулою та ручним калькулятором». Однак, фактично жоден центральний банк, який дотримується правил політики, не здійснює автоматизацію власної політики до такої міри [85, с. 365-372].

Нова хвиля дискусій про доцільність дотримання правил при проведенні монетарної політики чи покладання на імпульс розпочалася після кризи 2008 року та аналізу політики ФРС у цей період часу. Зокрема, А. Орфанідіс вказував на те, що сучасна політика ФРС робить занадто великий акцент на дискреційних аспектах і є недостатньо систематичною, щоб відповідати найкращим політичним практикам. Це особливо проблематично через так званий подвійний мандат ФРС, що полягає у досягненні одночасно максимальної зайнятості та стабільності цін. Поєднання даних аспектів та багатьох суперечливих цілей робить ФРС, на думку автора, вразливою для усіх пасток, які монетарна теорія та історія вчать уникати при проведенні систематичної політики [117, с. 139-140].

А. Мельцер, один з найвідоміших істориків ФРС, описуючи цей період вказував саме на непослідовність монетарної політики центрального банку. Він зазначав, що надмірна реакція на короткострокові події та нехтування довгостроковими наслідками є однією з головних помилок Федерального резерву у цей період (це проявилось у тому числі через нерівномірний допуск

до фінансової допомоги – порятунок Bear Stearns, але нехтування фінансовими складнощами Lehman Brothers тощо). Вказуючи на історичний досвід функціонування ФРС дослідник відзначав, що тривалий період низької інфляції та відносно стабільного зростання (з 1985 по 2003 роки) став можливим завдяки тому, що ФРС дотримувалась правила Тейлора. З іншого боку, дискреційна політика призвела до Великої депресії, Великої інфляції, численних інфляцій та спадів. ФРС також сприяла кризі 2008 року, утримуючи аномально низькі процентні ставки надто довго. Однак, на думку автора, жодне правило не може працювати увесь час. Правилopodobна поведінка вимагає від центрального банку оголошення правила і якщо існують підстави для відхилення від нього – таке рішення має бути оголошено публічно [87, с. 261-262].

У науковій літературі також акцентується увага на необхідності розмежування реальних монетарних правил від псевдоправил.

Дж. Селджин відзначав [134], що псевдогрошове правило – це правило, яке або не виконується належним чином, або передбачається, що воно запроваджується на нетривалий період часу. На переконання автора, справжні монетарні правила існували у минулому, але на сьогодні таких правил майже не існує. І навпаки, псевдогрошові правила є більш поширеними навіть за загальноновизнаний монетарний розсуд. Щоб відрізнити реальні правила від псевдогрошових, необхідно визначити різницю між правилом, яке просто впроваджується, і правилом, яке виконується.

Монетарне правило є реальним якщо воно є забезпеченим. Забезпеченим є монетарне правило, коли за його невиконання грошово-кредитний орган несе відповідальність (у вигляді прямих штрафів, звільнень тощо). З цієї позиції, на думку автора, монетарна система Нової Зеландії є одним з прикладів псевдоправила, а не реального правила.

Монетарне таргетування. У 1950-ті роки М. Фрідман сформулював класичну версію так званого монетарного правила, що передбачало поступове щорічне збільшення грошової маси на 3-5 %. Автор, зокрема, зазначав, що

серед економічних явищ немає жодної емпіричної закономірності, яка базувалася б на такій кількості доказів, як зв'язок між істотними змінами у грошовій масі та рівнем цін. В історії відсутні приклади, коли суттєва зміна запасу грошей на одиницю продукції відбулася без суттєвої зміни рівня цін у тому самому напрямку. Як наслідок, М. Фрідман сформулював наступні постулати монетарного правила [47]:

1. Для того щоб рівень цін був достатньо стабільним протягом наступних десятиліть, грошова маса має зростати, щоб пристосуватися до зростання виробництва та чисельності населення.

2. Важливою вимогою для уникнення значної інфляції або дефляції є підтримання темпів приросту грошової маси на рівні 3-5 % на рік.

3. Постійний темп зростання пропозиції грошей не означатиме досконалої стабільності навіть якщо вдасться запобігти значним коливанням, які прослідковувались у минулому.

Зазначене правило, у свою чергу, висунуло ще одну вимогу до монетарної політики того часу – монетарна влада повинна керуватися у своїй політиці величинами, які вона може контролювати. До таких, на думку М. Фрідмана, належать обмінний курс, рівень цін (визначений певним індексом) та обсяг грошової маси. Замість фіксації монетарної політики на підтриманні обмінного курсу, краще дозволити ринку за допомогою плаваючих валютних курсів пристосуватись до світових умов. Зв'язок між політикою монетарного органу та рівнем цін, незважаючи на те, що він безсумнівно присутній, є більш опосередкований, ніж зв'язок між монетарною політикою та грошовими агрегатами. Саме тому для автора найбільш привабливими рамками монетарної політики залишався контроль за темпами приросту грошової маси [45, с. 14-17]. Проблема, яку відзначав автор у власному правилі, полягала у необхідності вжиття заходів задля підвищення точності, з якою ФРС може контролювати пропозицію грошей (через усунення статистичних невідповідностей) [44, с. 20-23].

У літературі виділяють наступні передумови об'єктивації монетарного правила, які одночасно є підтвердженнями пропозиції М. Фрідмана збільшувати грошову масу на 3-5 % на рік [33, с. 18-19]:

1. У довгостроковій перспективі існує сильний емпіричний зв'язок між зміною пропозиції грошей і змінами у цінах. При цьому зміни пропозиції грошей передують змінам у цінах.

2. Відсутній чіткий зв'язок між змінами у цінах та обсягами виробництва. Економічне зростання залежить від таких факторів як зростання рівня знань, технічних навичок, темпів зростання чисельності населення тощо.

3. Зв'язок між грошима, обсягами виробництва і цінами набагато складніший у межах ділового циклу, ніж просто у довгостроковій перспективі. У межах ділового циклу цей зв'язок підпорядкований тривалим та нестабільним часовим лагам. Тому дискреційна монетарна політика, спрямована на згладжування циклу, натомість служила його посиленню.

4. Монетарна політика Федерального резерву сприяла Великій депресії двома способами. По-перше, ФРС прискорила Велику депресію у 1929 році, проводячи жорстку монетарну політику з початку 1928 року. По-друге, з кінця 1930 року ФРС допустила поглиблення депресії, коли низка банкрутств банків призвела до кризи ліквідності, а центральний банк не забезпечив її таким чином, щоб банки змогли задовольнити вимоги своїх клієнтів. Дозволивши скорочення грошової маси більш ніж на третину між 1929 та 1933 роками, ФРС несла основну відповідальність як за початок, так і за глибину депресії.

Досвід реалізації режиму монетарного таргетування. У 1970-х роках монетарне таргетування як рамка монетарної політики було прийнято рядом промислово розвинених країн як реакція на зростання занепокоєння щодо інфляції. Досвід монетарного таргетування у США, Канаді та Великобританії не був особливо успішним. Це пояснюється тим, що у цих країнах монетарне таргетування не проводилося серйозно (центральні банки не оголошували цілі зростання грошових агрегатів або часто перевищували свої цілі, не визначали причини відхилень від цілей монетарної політики тощо). Крім того, практика

впровадження зазначеного монетарного режиму проявила зростаючу нестабільність взаємозв'язку між грошовими агрегатами та цільовими змінними (такими як інфляція) [94, с. 3-5]. Зазначене зумовило відмову центральних банків вказаних країн від режиму монетарного таргетування на початку 1980-х років.

Однак, приклади впровадження стратегії монетарного таргетування у Німеччині та Швейцарії, хоч і не у класичному варіанті запропонованому М. Фрідманом, показали свою ефективність у зниженні волатильності рівня інфляції та стабілізації інфляційних очікувань.

Німеччина. У 1970-х роках інфляція у Німеччині була нижчою порівняно з США чи Великобританією після краху Бреттон-Вудської системи у 1973 році. Тому Бундесбанк відігравав центральну роль у європейській монетарній політиці з 1970-х до 1990-х років. Багато країн прив'язали свої валюти до німецької марки, де-юре чи де-факто через Європейську валютну систему (EMS), сподіваючись експортувати монетарну довіру з Німеччини [**Помилка! Джерело посилання не знайдено.**, с. 1-4].

Після розпаду Бреттон-Вудської системи Бундесбанк відчув потребу підтримувати певний номінальний якір щоб керувати монетарною політикою. Рамки монетарної політики цього періоду у Німеччині виглядали наступним чином. Щороку Бундесбанк встановлював ціль щодо інфляції. Потім встановлювався цільовий темп зростання для визначеного грошового агрегату, який мав відповідати цільовому показнику інфляції. При цьому цільове зростання грошової маси визначалось виходячи із загальноприйнятого рівняння кількісної теорії, яке пов'язує гроші, швидкість їх обертання, ціни та обсяг виробництва [**Помилка! Джерело посилання не знайдено.**, с. 6-9].

Бундесбанк був першим центральним банком у світі який прийняв монетарну ціль (на 1975 рік). Однак на відміну від класичних рецептів монетаристів щодо поступового зростання грошової маси, на практиці Бундесбанк використовував дещо модифіковані рамки монетарної політики, які інтерпретував як «експеримент» чи «прагматичний монетаризм» і

дотримувався цієї стратегії до 1998 року. Зазначені відмінності проявлялись у наступному [18, с. 13]:

1. Бундесбанк не намагався безпосередньо контролювати грошову масу, а дотримувався підходу непрямого впливу на попит на гроші шляхом зміни ключових ставок грошового ринку та банківських резервів.

2. Бундесбанк з самого початку дав зрозуміти, що він не в змозі гарантувати досягнення монетарних цілей з будь-яким ступенем точності.

Відхилення практики монетарного таргетування Бундесбанку від класичних рецептів монетаризму проявлялось також у використанні інструментів валютної інтервенції для стирилізованого впливу на валютний ринок у 1975-1981 роки, що по суті означало орієнтацію політики Бундесбанку на короткострокове підтримання валютного курсу [111, с. 1-44].

Дослідники відзначають, що стратегія Бундесбанку у цей період була орієнтована на довгостроковий зв'язок між грошима та цінами, який базувався на постулатах кількісної теорії. Однак, у межах цього зв'язку повною мірою використовувалась гнучкість, що проявлялась у існуванні цільового діапазону грошового зростання [151, с. 1-67].

У науковій літературі [18, с. 16-18] акцентується увага також на тому, що впровадження монетарного таргетування дозволило послабити наслідки різкого зростання цін на нафту у 1979 році. У відповідь на цей виклик Бундесбанк збільшив дисконтну відсоткову ставку з 3% на початку 1979 року до 7,5% у травні 1980 року. Паралельно ломбардну ставку було збільшено з 3% до 9,5% у травні 1980 році. Крім того, починаючи з 1979 році Бундесбанк знизив монетарні цілі чим сигналізував про пріоритет у відновленні цінової стабільності.

Іншим викликом, який постав перед Бундесбанком у часи монетарного таргетування, стало возз'єднання Німеччини. Німецька марка була введена у обіг у східних землях 1 червня 1990 року, що передувало політичному об'єднанню (3 жовтня 1990 року). Розширення територіальної сфери монетарної політики призвело до значного зростання грошової маси

(приблизно на 15 % грошової маси Західної Німеччини) та відповідно, суспільної невизначеності щодо інфляції.

Існували також додаткові фактори, які заважали проведенню політики Бундесбанку, орієнтованої на цінову стабільність. Возз'єднання Німеччини призвело до значного збільшення сукупних видатків і дефіциту державного бюджету. Як наслідок, інфляція швидко зросла (так, у другий половині 1991 року ціни зросли у середньому на 4 %).

Реагуючи на вказані обставини, Бундесбанк на короткий час прийняв стратегію монетарної експансії понад оголошену ціль. У той же час, цільові показники зростання грошової маси виявилися корисними з точки зору закріплення інфляційних очікувань, навіть незважаючи на те, що було складно визначити адекватний рівень зростання грошової маси для возз'єднаної Німеччини.

Б. Бернанке та І. Міхов, досліджуючи питання цільової направленості діяльності Бундесбанку, доцільно ставили під сумнів той факт, що Бундесбанк протягом досліджуваного періоду дотримувався правила монетарного таргетування. На думку авторів, незважаючи на те, що Бундесбанк публічно наголошував на важливості грошових цільових показників у своїй політиці з 1975 року, вони насправді прив'язувались до прогнозованого рівня інфляції та потенційного зростання виробництва. Зокрема, після 1985 року Бундесбанк орієнтувався на цільову інфляцію на рівні 2%, що відповідала уявленню про цінову стабільність. Крім того, орієнтиром для визначення величини зростання грошової маси було також прогнозоване зростання виробничого потенціалу.

На підпорядкування мети зростання грошової маси своїй меті щодо інфляції вказувало також те, що Бундесбанк на практиці відхилявся від цільових показників зростання грошової маси щоб компенсувати неочікувану інфляцію.

Як наслідок автори дійшли висновку, що Бундесбанк використовує зростання грошової маси як важливу інформаційну змінну та операційний

орієнтир, однак загалом його політику краще характеризувати як таргетування інфляції аніж монетарне таргетування [16].

Швейцарія. Після краху Бреттон-Вудської системи Швейцарський національний банк кардинально змінив підхід до монетарної політики. Починаючи з 1974 року щорічне цільове зростання грошової маси замінило фіксований обмінний курс як нова прив'язка рівня внутрішніх цін. Монетарне таргетування відображало принципи політики, а саме: цінова стабільність як кінцева мета монетарної політики; жорсткий контроль за зростанням грошової маси як необхідна умова досягнення кінцевої мети; прихильність правилам політики. При цьому центральний банк регулярно пояснював громадськості припущення, що лежали в основі його монетарної політики. Такі дії Швейцарського національного банку визначаються авторами як «правилоподібна» поведінка (Rule-Like Behavior) або «обмежений розсуд» [63, с. 10-25].

Як відзначають у науковій літературі, рішення про впровадження монетарного таргетування було прийнято Швейцарським національним банком у односторонньому порядку, але за підтримки федерального уряду. При цьому прийняття монетарних цілей було менш поступовим, ніж у Німеччині, значною мірою через те, що швейцарська фінансова система швидше реагувала на монетарні імпульси. У Швейцарії, як і у Німеччині, монетарні цілі були прийняті у той час, коли і інфляція, і монетарне зростання явно сповільнились, що полегшило процес впровадження режиму монетарного таргетування [75, с. 12-15].

Як і у практиці монетарного таргетування Бундесбанку, Швейцарський національний банк у випадку необхідності відхилявся від означених монетарних цілей та змінював рамки монетарної політики залежно від загальної макроекономічної ситуації.

З 1975 по 1978 рік Швейцарський національний банк оголошував цілі щодо зростання вузького грошового агрегату M1. Восени 1978 року, після реального підвищення курсу швейцарського франка на 30% за попередні 12

місяців, центральний банк перейшов до таргетування обмінного курсу. Навесні 1979 року Швейцарський національний банк повернувся до монетарного таргетування, хоча це повернення не було публічного оголошено. З 1980 року він знову оголосив монетарні цілі, проте на відміну від попередніх періодів, центральний банк обрав сезонно скориговану монетарну базу (SAMB) як нову цільову змінну (яка на практиці виявилась навіть вужчою за грошовий агрегат M1) [75, с. 23].

Як відзначають функціонери центрального банку Швейцарії, він застосовував підхід монетарного таргетування щоб знизити інфляцію та стабілізувати її на низькому рівні протягом 1970-х і 1980-х років. Як і Бундесбанк, він гнучко використовував систему монетарного таргетування, надаючи, коли це необхідно, пріоритет довгостроковій меті стабільності цін над монетарним цільовим таргетом. З цієї причини автори характеризують монетарну політику Швейцарського національного банку цього періоду як попередника системи таргетування інфляції.

Протягом 1990-х років через серйозні потрясіння та нестабільність попиту на гроші, Швейцарському національному банку стало все важче покладатися на свою стратегію монетарних цілей. Таким чином, було запроваджено нову політичну основу, яка набула чинності у грудні 1999 року. Нова система ввела важливі нові елементи, але вона не означала повного розриву з минулою практикою, оскільки основна мета грошово-кредитної політики залишилася незмінною. Нова система має важливі спільні риси з ідеями та принципами таргетування інфляції, однак наявні відмінності з зазначеною монетарною системою не дозволяють назвати політику Швейцарського національного банку інфляційним таргетуванням [6, с. 4-5].

Як вказує Г. Річ, наприкінці 1999 року Швейцарський національний банк змінив концепцію монетарної політики та відмовився від монетарного таргетування на користь підходу, заснованого на прогнозі інфляції. Хоча грошова база, як проміжна цільова змінна, страждала від нестабільності, перехід до нової політики був мотивований більш фундаментальними

проблемами, пов'язаними з принципами власне підходу монетарного таргетування. Монетарна база слугувала ефективним довгостроковим політичним якорем, але вона не дуже підходила для прийняття рішень в умовах екзогенних шоків (шоків обмінного курсу чи циклічних потрясінь) [127, с. 1].

Правило Тейлора. Правило Тейлора, сформульоване економістом Дж. Б. Тейлором у 1993 році, служить орієнтиром для встановлення оптимальної ставки федеральних фондів – міжбанківської кредитної ставки, на яку ФРС впливає для досягнення своїх цілей. Це правило спрямоване на те, щоб систематично пов'язувати монетарну політику з інфляцією та економічним зростанням, і дозволяє центральним банкам ефективно реагувати на економічні коливання. Хоча ФРС не зобов'язана суворо дотримуватись правила Тейлора, воно використовується як орієнтир для розуміння та передачі рішень щодо монетарної політики [66, с. 3].

Дж. Тейлор визначаючи оптимальні рамки монетарної політики, вказував на наступні її елементи [143, с. 1-13]:

1. Короткострокова процентна ставка (ставка федеральних фондів) визначається силами попиту і пропозиції на грошовому ринку.

2. ФРС регулює пропозицію грошей або визначає розмір резервів щоб досягти бажаних цілей для короткострокової процентної ставки. Таким чином існує зв'язок між кількістю грошей чи резервів і процентною ставкою.

3. ФРС коригує процентну ставку залежно від економічних умов: процентна ставка підвищується на певну величину коли інфляція перевищує цільовий показник, і процентна ставка знижується на певну величину коли економіка переходить у стан рецесії.

4. Щоб зберегти свою незалежність і зосередитися на своїх цілях контролю над інфляцією та макроекономічною стабільністю, ФРС не повинна надавати кредити і не має брати участь у фіскальній політиці, надаючи фінансову допомогу певним фірмам чи секторам.

Однак, зазначені рамки монетарної політики попри візуальну простоту, мають складнощі реалізації. Перша складність полягає у тому, що існують систематичні помилки в оцінках перспектив економіки. Застосовуючи правило у режимі реального часу, розробник політики покладається на попередні оцінки і прогнози інфляції та безробіття замість оцінки реальних перспектив економіки які на момент визначення політики, очевидно, невідомі. Інша проблема полягає у тому, що наразі не винайдено методу точної і легкої оцінки природної ставки відсотка або безробіття, які є орієнтиром монетарної політики [119, с. 1-11].

Аналізуючи практику реалізації правил політики, Дж. Тейлор зазначав, що економічна політика у післявоєнний період пройшла три великі коливання між політикою, заснованою на правилах, і дискреційною політикою. У 1960-х і 1970-х роках проводилась більш дискреційна політика; потім у 1980-х і 1990-х роках відбувся зсув до заснованої на правилах політики. За останнє десятиліття відбулося повернення до більш дискреційної політики. Примітно, що такі коливання відбулись одночасно як у монетарній, так і у фіскальній політиці [147, с. 56-57]. При цьому останнє повернення до дискреційної політики, на переконання автора, спровокувало кризу 2008 року (підтримання низьких процентних ставок ФРС з 2003-2005 років; дискреційна допомога з березня 2008 року тощо) [147, с. 62]. На підставі аналізу балансу ФРС, Дж. Тейлор дійшов висновку про те, що за останні кілька місяців 2008 року відбулося різке зростання резервів центрального банку. І хоча, можна було допустити що таке зростання було пов'язане зі збільшенням попиту на гроші під час фінансової кризи, аналіз показав, що таке збільшення було пов'язане з необхідністю здійснення позик і придбання цінних паперів з метою надання допомоги конкретним фірмам і секторам [150, с. 21-23].

Як наслідок, автор пропонує повернутися до використання монетарних правил. Однак на відміну від 1970-х років, коли вони розроблялися і використовувались радше для допомоги керівникам центральних банків приймати рішення про відсоткову ставку менш дискреційним способом задля

досягнення цінової та економічної стабільності, дослідник пропонує законодавчо закріпити правило монетарної політики. Оскільки монетарна політика останнім часом стала більш дискреційною, більш орієнтованою на короткострокову перспективу, законодавче правило може змінити короткострокову спрямованість політики та відновити довіру до здорових монетарних принципів, які відповідають довгостроковій стабільності цін і швидкому економічному зростанню [146, с. 1-9].

Однак, перехід до використання правил монетарної політики за вказівкою Дж. Тейлора має певні складності, що пов'язані з наступним. По-перше, розробка правил політики передбачає, що очікування є раціональними. Тому їх впровадження має сенс, коли політика проводиться протягом тривалого періоду часу. Іншою складністю є існування у економіці природної жорсткості, яка не дозволяє економічним агентам миттєво змінювати свою поведінку. Основними прикладами такої жорсткості є довгострокові зобов'язання щодо заробітної плати, інвестиційні проекти, кредитні контракти тощо. Така жорсткість передбачає, що перехід до правила монетарної політики має бути поступовим та публічно оголошеним [144, с. 203-207].

Стосовно публічного оголошення правила політики автор зазначав, що правильне формулювання політики вимагає або складного завдання моделювання того, як економічні агенти дізнаються про неоголошені плани, або очевидно легшого завдання: публічне оголошення планів, припускаючи, що вони будуть включені у інформаційні розрахунки агентів. Оголошення політичних планів центральним банком також може мати прямий стабілізаційний ефект, створюючи атмосферу, у якій бізнес та працівники можуть уникнути інфляційних рішень щодо заробітної плати та цін [145, с. 1267-1286].

Наслідки для незалежності. Як правила монетарної політики, запропоновані М. Фрідманом, так і правило Тейлора, містять багато спільних рис, що направлені у першу чергу на обмеження дискреційності рішень центральних банків та підвищення їх незалежності [32, с. 308-309].

1. Обидва правила спрямовані на інструменти політики (грошовий агрегат у випадку М. Фрідмана та процентна ставка у випадку правила Тейлора), тим самим обмежуючи дискреційність при прийнятті рішень.

2. Обмежуючи обсяг дискреційних повноважень, обидва правила обмежують потенційний політичний вплив, який, як правило, чиниться на монетарні органи влади. Легше вплинути на формування політики якщо грошово-кредитна влада виносить судження, ніж якщо вона зв'язана правилом.

3. Обидва правила чітко розмежовують грошово-кредитну та фіскальну політики, таким чином ще більше захищаючи монетарну владу від політичного тиску.

Останній аргумент наразі піддається перегляду і, наприклад, А. Орфанідіс вказує на те, що грошово-кредитна політика завжди має фіскальні наслідки. Незалежні центральні банки у розвинених економіках мають значну свободу дій, щоб пом'якшити фіскальний тиск без шкоди для цінової стабільності. У періоди фінансового стресу дискреційні дії та / або бездіяльність центрального банку також можуть створити непотрібні фіскальні проблеми для урядів зі здоровими фундаментальними принципами [118, с. 447-470].

На думку М. Фрідмана очевидно, що політичний тиск з метою «щось зробити» в умовах відносно помірної зростання цін і зайнятості (або відносно помірної їх зниження) є сильним за існуючого стану суспільних настроїв. Основна мораль у цьому випадку полягає у тому, що поступка цьому тиску часто може принести більше шкоди, ніж користі. Мета надзвичайно високого рівня економічної стабільності безумовно чудова, однак здатність центральних банків досягти цієї мети обмежена. Існує достатнє підґрунтя для уникнення екстремальних коливань, однак відомо недостатньо щоб уникнути незначних коливань [47, с. 241-256].

Впровадження досліджуваних правил та забезпечення незалежності центральних банків не було ситуативним чи випадковим процесом. Вказані процеси стали наслідком макроекономічної політики 1960-х та 1970-х років.

За твердженням Б. Бернанке, грошово-кредитна політика наприкінці 1960-х і в 1970-х роках була досить далекою від оптимальної. Її результатом була комбінація волатильності виробництва (безробіття) та інфляції, яка значно перевищувала ефективну межу, визначену правилом Тейлора. Розробники монетарної політики керувались помилковими уявленнями про монетарну політику та економіку в цілому. По-перше, протягом цього періоду керівники центральних банків були занадто оптимістично налаштовані щодо можливості активістської монетарної політики компенсувати шоки виробництва та забезпечити постійний низький рівень безробіття. По-друге, монетарні політики недооцінили свій власний внесок у інфляційні проблеми того часу, вважаючи натомість, що інфляція була значною мірою результатом немонетарних сил.

Теоретичною основою вказаної політики активізму слугувала крива Філіпса, яка пропонувала постійний компроміс між інфляцією та безробіттям. Ідея цього компромісу відкрила оманливу можливість того, що в обмін на завищену інфляцію політики можуть забезпечити стабільно низький рівень безробіття. Наразі ця позиція дискредитована як теоретичними, так і емпіричними дослідженнями [12, с. 1-8].

Таким чином, у цей період незалежністю центральних банків було знехтувано в угоду немонетарного макроекономічного регулювання з акцентом на стабільно низький рівень безробіття. А. Мельцер вказував також на те, що протягом усього часу існування ФРС зосередженість на короткострокових результатах монетарної політики пов'язана зі сприйняттям політичного тиску у питаннях інфляції та зайнятості. Цьому сприяв також подвійний мандат, який вимагав від ФРС реагувати як на відхилення від цільового показника рівня безробіття, так і інфляції [87, с. 259-260].

Дж. Тейлор, продовжуючи аналіз Б. Бернанке, зазначив, що зміни у макроекономічних показниках протягом останніх півстоліття були тісно пов'язані зі змінами в дотриманні правил монетарної політики і у ступені фактичної незалежності центрального банку. Але ефективність монетарної

політики не була пов'язана з де-юре незалежністю центрального банку. За відсутності бази, заснованої на правилах, офіційна (юридична) незалежність центральних банків не дає хороших результатів монетарної політики [148, с. 155-162].

Впровадження правил монетарної політики не було ситуативним чи випадковим процесом. Цей процес став реакцією на провал макроекономічної політики 1960-х та 1970-х років з орієнтованістю на криву Філіпса у якості моделі забезпечення низького рівня безробіття за рахунок підвищеного рівня інфляції. Центральний банк відігравав другорядну роль у процесі макроекономічної стабілізації і його незалежність була підпорядкована меті забезпечення стабільно низького рівня безробіття.

Практика впровадження правил монетарної політики (правило М. Фрідмана, правило Дж. Тейлора) показує відсутність жорсткого дотримання центральними банками їх рецептів. Незважаючи на це, правила монетарної політики у співставленні з дискреційними рішеннями центральних банків, у історичному розрізі, дають кращі результати боротьби з підвищеним рівнем та волатильністю інфляції.

Досліджені приклади монетарного таргетування у Німеччині та Швейцарії з 1970-х по 1990-ті роки ілюструють використання правил монетарної політики скоріше не у якості жорсткого каркасу, а орієнтиру для закріплення інфляційних очікувань економічних агентів. При цьому, у науковій літературі існує згода, що відносно безболісне подолання наслідків екзогенних шоків у цей період (нафтові кризи, возз'єднання Німеччини) дослідженими країнами відбулось саме завдяки впровадженню правил монетарної політики. У свою чергу Дж. Тейлор, правило якого служило орієнтиром для встановлення оптимальної відсоткової ставки для боротьби з підвищеною інфляцією та забезпечення економічного зростання, вказував на те, що відхилення центральних банків від правилоподібної поведінки призвело до кризи 2008 року і для макроекономічної стабілізації необхідним є повернення до використання монетарних правил.

Впровадження правил монетарної політики сприяло усуненню дискреційності у прийнятті рішень та обмеженню політичного впливу на грошово-кредитну політику. При цьому ефективність монетарної політики не пов'язана з простим юридичним закріпленням незалежності центральних банків, а залежить від впровадження правил монетарної політики, які є підґрунтям фактичної незалежності монетарних інституцій.

3.2 Таргетування інфляції в системі монетарних режимів центральних банків

Забезпечення фінансової стабільності, як основного мандату центральних банків, здійснюється у межах різних монетарних режимів, що історично змінюються за зміною типу валютної системи в цілому. У межах кожного монетарного режиму центральні банки наділені власним інструментарієм грошово-кредитного регулювання.

Інфляційне таргетування, як домінуючий тип монетарного режиму центральних банків, характеризується власним підходом до забезпечення фінансової стабільності та відповідним інструментарієм. Тому розуміння механізмів функціонування вказаного монетарного режиму є на сьогодні актуальним, особливо з урахуванням його особливостей у періоди до та після кризи 2007-2008 років.

Як зазначає М. Бордо, економічному розвитку та зростанню протягом останніх двох століть сприяла стабілізація монетарних та фінансових режимів. Режимом монетарної політики є взаємозв'язок між використовуваними інструментами монетарної політики та цілями (завданнями) суб'єкта, що її здійснює [89, с. 3].

Історично монетарна політика зазнавала змін разом зі зміною грошової системи в цілому, що дозволило виділити наступні етапи розвитку монетарних режимів центральних банків [89, с. 1-91; 2, с. 3-16]:

У період класичного золотого стандарту (з 1880 по 1914 роки) емісія паперових коштів могла перевищувати наявні золоті резерви лише у надзвичайних ситуаціях (війни, фінансові кризи). Конвертація золота відбувалась за офіційним паритетом, що викликало довіру до монетарної політики центрального банку.

У цей період центральні банки орієнтувались на правило Беджгота (1873 рік), що рекомендувало задля підтримки неплатоспроможних банків надавати їм кредити на підставі надійної застави. Крім того, центральні банки мали автоматично підвищувати облікову ставку в умовах валютної кризи. Тому до 1914 року фінансові кризи, що передавалися між країнами через механізми, притаманні золотому стандарту, та фіксований валютний курс, були розповсюджені залежно від наявності в країні кредитора останньої інстанції та розвиненості інституційної структури банківської системи.

Через Першу світову війну та безконтрольний випуск паперових грошей, що унеможливило повернення до класичного золотого стандарту, виник золотодевізний стандарт. Цей період ознаменувався зменшенням рівня довіри до монетарних інституцій, а після Великої депресії центральні банки були поставлені у залежність від політики уряду (зокрема, з 30-х років до 1951 року ФРС США була підзвітна Казначейству США). У період Великої депресії ФРС не виконала свій мандат щодо забезпечення фінансової стабільності, зокрема, не забезпечила ліквідність банківської системи після краху фондового ринку 1929 року.

У період існування Бреттон-Вудської системи (1944-1973 роки) валюти країн мали у якості якоря прив'язки долар США. Метою монетарної політики було забезпечення повної зайнятості (крива Філіпса). Однак зазначена система зазнала невдачі після проведення США у 70-х роках ХХ століття інфляційної монетарної та фіскальної політики, у тому числі для фінансування війни у В'єтнамі.

У період режиму керованого плавання (1973-2006 роки) виділяють декілька періодів. У 60-х роках ХХ століття центральні банки (крім

Бундесбанку та Швейцарського центрального банку) почали притримуватись кейнсіанської політики забезпечення повної зайнятості за рахунок підвищення інфляції, що у результаті призвело до зростання інфляційних очікувань. Як результат у 70-х роках інфляція досягла двозначних показників.

Лише з 1979 року, під головуванням П. Уокера ФРС США змінили підхід до питання забезпечення цінової стабільності, наслідком чого став період The Great Moderation (1985-2006 роки), з режимом гнучкого таргетування інфляції.

Інфляційне таргетування. На переконання Ф. Мішкіна, майже усі центральні банки до кризи 2007-2008 років при здійсненні монетарної політики керувались наступними базовими принципами [42, с. 3-11]:

1. Інфляція завжди і скрізь є монетарним явищем. До 60-х років ХХ століття, за результатом Великої депресії та впливу ідей кейнсіанства, у макроекономіці припинувалась роль монетарних факторів у економічних коливаннях. І лише з 1963 року, з моменту знаменитого вислову М. Фрідмана про те, що інфляція завжди і всюди є монетарним феноменом, відбулась зміна поглядів на роль монетарної політики.

2. Стабільність цін є важливим чинником. Незабезпечення зазначеної стабільності призводить до невизначеності, а неочікувана інфляція – до перерозподілу багатства.

3. Немає довгострокового компромісу між рівнем безробіття та інфляцією. У кінці 50-х років ХХ століття П. Самуельсон, Р. Солоу та У. Філіпс («крива Філіпса») відстоювали гіпотезу про те, що існує довгостроковий компроміс між рівнем безробіття та інфляцією (підвищення інфляції призводить до зниження рівня безробіття і навпаки). Однак, у 1968 році М. Фрідман та Е. Фелпс показали, що у довгостроковій перспективі рівень безробіття тяжіє до певного природного рівня, який не залежить від рівня інфляції.

4. Очікування відіграють вирішальну роль у визначенні рівня інфляції. Зазначений принцип було закладено у 70-ті роки ХХ століття Р. Лукасом (раціональні очікування), який передбачав, що економічні суб'єкти

оптимізують поведінку за оптимальними прогнозами при наявності відповідної інформації.

5. Реальні відсоткові ставки мають бути вищими за рівень інфляції (правило Тейлора, 1993 рік).

6. Грошово-кредитна політика підпорядкована проблемі часової неузгодженості. На переконання автора часова неузгодженість виникає через дискреційну монетарну політику, на відміну від правил політики.

7. Незалежність центральних банків. Незалежність сприяє підвищенню ефективності монетарної політики та утримує від спокуси короткострокового вибору на користь показників у дихотомії зайнятість / інфляція (крива Філіпса). Незалежність полягає у можливості центральних банків як у встановленні цілей, так і у використанні інструментів.

8. Прихильність центральних банків до використання міцного номінального якоря (рівень інфляції, пропозиція грошей, обмінний курс тощо).

Усі зазначені базові принципи монетарної політики в цілому характеризують інфляційне таргетування як режим монетарної політики. За визначенням Б. Бернанке та Ф. Мішкіна, інфляційне таргетування – це оголошення центральним банком цільових діапазонів для рівня інфляції і визнання того, що низька і стабільна інфляція є головною метою монетарної політики. Цей підхід не є залізним правилом монетарної політики, а режимом політики, у якому використовуються гнучкі, дискреційні заходи монетарної політики [17, с. 1-2].

У більш ранніх роботах [40, с. 1-48] Ф. Мішкін зазначав, що успіх різних режимів монетарної політики залежить від здатності центральних банків обмежувати дискреційну політику таким чином, щоб довгострокова стабільність цін була більш вірогідною. Для цього важливо визначити номінальний якор монетарної політики. Це дозволить з технічної точки зору забезпечити умови, які роблять рівень цін однозначно визначеним, що є необхідним для забезпечення цінової стабільності (через інфляційні

очікування). Крім того, такий якір обмежує дискреційну політику, чим допомагає послабити проблему часової неузгодженості (у довгостроковій перспективі більш ймовірно буде досягнуто бажаний рівень цінової стабільності). При цьому у якості номінального якоря може бути використано валютний курс, монетарні агрегати, рівень інфляції або проведення політики з неявним (нечітко визначеним) якорем.

1. Таргетування валютного курсу здійснюється через прив'язку вартості національної валюти до золота або до валюти країни з низьким рівнем інфляції (наприклад, прив'язка франка до німецької марки у кінці 80-х років ХХ століття). Перевагами таргетування валютного курсу є: фіксація рівня цін до цін товарів, що продаються на міжнародному ринку і таким чином дозволяє тримати інфляцію під контролем; прив'язує інфляційні очікування до країни-прив'язки; забезпечує автоматичне правило грошово-кредитної політики, що дозволяє уникати дискреційних рішень.

Недоліками використання зазначеного якоря є: втрата незалежності монетарної політики; вразливість країни до спекулятивних атак на їх валюти; усунення сигналів валютного курсу для монетарної політики.

2. Монетарне таргетування, за якого монетарна політика зорієнтована на монетарні цільові показники (грошові агрегати). Вказаний номінальний якір був прийнятий у 70-х роках декількома країнами (Німеччина, Швейцарія), але його форма відрізнялась від пропозиції М. Фрідмана щодо правила постійного темпу зростання грошей, за яким обраний грошовий агрегат має постійно зростати. Країни, центральні банки яких прийняли вказаний номінальний якір, не жорстко дотримувались зазначеного правила, скоріше його прийняття використовувалося як метод передачі інформації про стратегію монетарної політики.

3. Інфляційне таргетування, що вперше було офіційно прийнято Новою Зеландією у 1990 році. Елементи таргетування інфляції включають: публічне оголошення середньострокових чисельних цілей щодо інфляції; інституційну прихильність ціновій стабільності як головній довгостроковій меті грошово-

кредитної політики; підвищення прозорості стратегії грошово-кредитної політики шляхом оголошення планів і цілей центрального банку; підвищення відповідальності центральних банків за досягнення цілей щодо рівня інфляції.

4. Монетарна політика з неявним якорем. Прикладом такої політики є ФРС США, що використовує у якості неявного якоря бажання контролювати інфляцію у довгостроковій перспективі. Недоліком такої політики є відсутність належної прозорості у діяльності центрального банку та залежність від осіб, що керують монетарною інституцією.

Крім того, у посткризовий період знову почалися дискусії щодо більш ефективної монетарної політики з позиції правил чи дискреції. Головним питанням у цій дискусії було наступне: Чи повинен центральний банк мати правило для використання власного інструментарію або, як альтернатива, проводити монетарну політику на власний розсуд?

Дотримання правил означає, по суті, автоматизацію грошово-кредитної політики оскільки наявні точні приписи щодо того, як монетарна політика має реагувати на певні економічні зміни. Проведення монетарної політики на розсуд центрального банку передбачає використання інструментарію монетарної політики на щоденній основі у міру того, як розвиваються економічні події, без публічного оголошення цілей.

На користь впровадження правил у монетарну політику вказують два аргументи: виходячи з історичного досвіду не можна довіряти тим, хто розробляє монетарну політику і приймає дискреційні рішення; проблема часової неузгодженості, яка виникає через те, що економічні суб'єкти та політики завжди мають спокусу відхилитися від оптимального довгострокового плану заради зменшення рівня безробіття у короткостроковій перспективі.

У свою чергу, на користь проведення монетарної політики на розсуд центрального банку вказують наступні аргументи: правило вимагає надійної моделі макроекономіки (реальну оцінку природної відсоткової ставки, рівня безробіття тощо), що практично недосяжно; структура економіки має бути

стабільною; правила не можуть передбачити усі можливі випадки та сценарії, правило не допускає будь-якого судження у ситуації [41, с. 1-28].

Окремо дослідники відзначають взаємозв'язок між впровадженням режиму інфляційного таргетування та підвищенням довіри до центральних банків.

Так, М. Бордо та П. Сіклос вказують на те, що за останні два десятиліття до кризи 2007-2008 років довіра до центральних банків та їх репутація були на високому рівні. На переконання авторів, довіра до центральних банків є виразом можливості останніх дотримуватись чітко сформульованих і прозорих правил і цілей політики. Факторами, що враховувались авторами при визначенні довіри до центральних банків були: чинний монетарний режим та інституційні фактори (повноваження, автономність тощо). На прикладі емпіричних даних 16 країн автори дійшли висновку про наявність високої довіри до діяльності монетарних інституцій у часи класичного золотого стандарту, що тривав до 1914 року. У подальшому довіра до діяльності центральних банків знизилась і новий поштовх до її відродження відбувся у 80-ті роки ХХ століття (через прихильність правилам, спрямованим на зниження інфляції) [91, с. 1-98].

У іншому дослідженні автори прямо вказують на те, що показником довіри до центральних банків є різниця між інфляцією, що спостерігається та деякою оцінкою рівня інфляції, на яку орієнтується центральний банк (економічні, інституційні, фінансові змінні). При цьому прийняття режиму таргетування інфляції на переконання авторів призвело до покращення довіри до центральних банків [90, с. 1-41].

Зміни у парадигмі монетарної політики після кризи 2007-2008 років. На переконання М. Бордо, криза 2007-2008 років є відлунням попередніх великих міжнародних фінансових криз (1857, 1893, 1907 та 1929-1933 років), але яка має важливі сучасні особливості (причини), які полягають у наступному: значні зміни в принципах банківського регулювання,

послаблення звичайних стандартів розумного кредитування та тривалий період аномально низьких відсоткових ставок [88, с. 1-24].

Розглядаючи історичні приклади схожих криз, А.Я. Шварц відзначає, що можливо виділити два періоди стрімкого зростання цін на активи, що врешті-решт завершилися їх різким падінням: стрімке зростання цін на активи у США в 1926-1929 роках та наступне стрімке падіння їх вартості у 1929-1933 роках та аналогічна ситуація (з власними особливостями) у Японії зі зростанням цін на активи у 1985-1989 роках та наступне падіння цін у 1989-2002 роках.

На основі аналізу зазначених криз та кризи 2007-2008 років, автор виокремлює наступні висновки:

1. Центральні банки та інші регуляторні органи мають бути обізнані про вплив інфляції цін на активи на стабільність фінансової системи та замість безпосереднього підлаштовування монетарної політики під такі зміни не послаблювали вимоги до портфелів фінансових установ під час падіння вартості кредитів.

2. Використовувати вимоги до капіталу під час надання кредитів під заставу активів, ціни на які зросли.

3. Не спрямовувати монетарну політику на дефляцію бумів, ринок має впоратись самостійно, центральні банки не є арбітрами у вказаних ситуаціях [132, с. 1-26].

Саме тому Ф. Мішкін вказує на те, що криза 2007-2008 років у значній мірі та питання фінансової стабільності взагалі – це питання макропруденційного нагляду, а не грошово-кредитної політики. При цьому автор, як приклад, вказує на відкладене прийняття більш послабленої редакції Базеля-III (зокрема, у частині вимог до капіталу) у порівнянні з первісним варіантом через скарги німецьких Landesbanken [42, с. 44-46].

У літературі виділяють декілька підходів до того, яким чином центральний банк має реагувати на стрімке зростання цін на активи («бульбашки»). Деякі стверджують, що центральні банки мають підвищувати відсоткові ставки задля того, щоб «бульбашки» не вийшли з-під контролю.

Інші притримуються так званої «доктрини Грінспена», яка наголошує на бездіяльності центральних банків у означених ситуаціях, однак монетарні інституції мають займатись очищенням наслідків після їх вибуху. Доктрина невтручання керується наступними аргументами: «бульбашки» важко виявити і у центрального банку відсутні інформаційні переваги у цьому питанні перед приватним ринком; ординарні інструменти навряд чи спрацюють у неординарних умовах; «бульбашки» виникають лише у деяких цінах на активи, а грошово-кредитна політика є грубішим механізмом, що впливає на увесь клас активів; зміна акцентів монетарної політики може призвести до плутанини приватного сектору [42, с. 1-63].

Трансмісійний механізм можливого впливу центральних банків на економіку через ціни на активи реалізується у трьох напрямках: через ціни на фондовому ринку, ціни на нерухомість та курс валют [43, с. 1-21].

Однак, як зазначають дослідники центральні банки можуть покращити макроекономічні показники, реагуючи на зміни цін на активи, але не орієнтуватися на них при проведенні монетарної політики. Ціни на активи не мають бути цільовими показниками монетарної політики і включатись до інфляційних показників, що враховуються монетарною інституцією. Але центральні банки, які прагнуть зменшити коливання інфляції, можуть покращити макроекономічні результати, встановивши відсоткові ставки з огляду на зміни цін на активи. Основний аргумент для цього полягає у тому, що «бульбашки» цін на активи створює викривлення в інвестиціях і споживанні, що у свою чергу призводить до надмірного зростання, а потім і падіння як реального виробництва, так і інфляції [141, с. 3].

На переконання Б. Бернанке та М. Гертлера падіння цін на активи завдає значної шкоди економіці лише при проведенні безвідповідальної грошово-кредитної політики або коли монетарна політика посилює дефляційний тиск. Тому центральні банки мають розглядати стабільність цін та фінансову стабільність як цілі які доповнюють одна одну і їх слід досягати в рамках єдиної політики. Найкращою основою для досягнення обох цілей є режим

гнучкого таргетування інфляції. Цей підхід передбачає, що центральні банки мають активно й завчасно коригувати грошово-кредитну політику, щоб впоратись з інфляційним чи дефляційним тиском. Тому, на переконання авторів, монетарні інституції не повинні реагувати на зміну цін на активи, за виключенням випадків, коли вони сигналізують про зміни в інфляційних очікуваннях [13, с. 1-74].

У іншому дослідженні автори вказують на те, що у системі таргетування інфляції публічно оголошені середньострокові цілі інфляції забезпечують номінальний якор для монетарної політики, водночас надаючи центральним банкам певну гнучкість у стабілізації економіки у короткостроковій перспективі. З цієї позиції зміни цін на активи мають впливати на монетарну політику лише в тій мірі, у якій вони впливають на прогноз центрального банку щодо інфляції [14, с. 253-257].

Таргетування інфляції є монетарним режимом центральних банків, що орієнтує грошово-кредитну політику на забезпечення у довгостроковій перспективі рівня інфляції у межах оголошених центральними банками діапазонів. Таргетування інфляції, на рівні з системою класичного золотого стандарту, історично забезпечує довіру до монетарної політики центральних банків та сталі інфляційні очікування суб'єктів економічної діяльності. Після кризи 2007-2008 років каркас монетарної політики, орієнтований на таргетування інфляції, суттєво не змінився, переорієнтувавши увагу монетарних інституцій на макропруденційний нагляд.

Досвід впровадження монетарного режиму таргетування інфляції у різних країнах наразі налічує більше 30 років. За цей час проявились певні закономірності, що дозволяють зробити попередні висновки про доцільність впровадження зазначеного монетарного режиму.

З цією метою нами проаналізовано приклади країн, які впровадили режим таргетування інфляції, що різняться за рівнем економічного розвитку, історично сформованими інституційними механізмами та середовищем функціонування монетарних інституцій, практикою боротьби з інфляційними

процесами до моменту впровадження досліджуваного монетарного режиму тощо.

Проблемі таргетування інфляції присвячено значний масив наукових статей та публікацій, серед яких можна виділити дослідження функціонерів центральних банків, таких як: Д. Гуллен, М. Кінг тощо. Крім того, існує достатня кількість наукових публікацій, присвячених досліджуваному питанню на рівні Національного банку України.

Значних масив досліджень присвячено раціональним очікуванням, що становлять серцевину монетарного режиму таргетування інфляції. У цьому аспекті можна виділити праці Р. Лукаса, Р. Талера, С. Фішера, Ф. Мішкіна, Ю. Фама тощо.

Однак науковим доробкам з досліджуваного питання притаманне прийняття базових особливостей теоретичної моделі інфляційного таргетування без прив'язки до того, що модель характеризується спрощеннями (як і будь-яка модель) задля формування цілісного уявлення про бажану монетарну політику. До таких спрощень, зокрема, належить припущення про те, що економічні суб'єкти діють завжди раціонально і їх інфляційні очікування можна точно прорахувати у межах проводжуваної монетарної політики. Саме тому, не завжди досягається кореляція між відсотковою ставкою, що є основним інструментом монетарного регулювання, та бажаним рівнем інфляції. Однак, відсутність такої кореляції пояснюється багатьма чинниками (несформованою інституційною базою, незначним досвідом боротьби з інфляцією тощо), однак ніколи – вродженим недоліком монетарного режиму.

У наукових публікаціях відзначають, що однією з засад, на яких ґрунтується практика інфляційного таргетування, є орієнтування на раціональні очікування економічних суб'єктів, які відіграють вирішальну роль у інфляційних процесах. Іншим чинником, на який має звертати увагу центральний банк при проведенні монетарної політики – зменшення ролі дискреційних рішень, які посилюють асиметричність інформації на

фінансових ринках та призводять до невизначеності економічних суб'єктів [Помилка! Джерело посилання не знайдено.].

Р. Лукас визначав, що у ідеальній рівноважній моделі економіки інформація про поточний стан реального сектору і грошових коливань передається ринковим агентам лише через ціни. Але ціни передають цю інформацію недосконало, змушуючи агентів хеджуватись від можливих коливань. Зазначене призводить до ненейтральності грошей (*nonneutrality of money*), однак класичні дослідження щодо нейтральності грошей у довгостроковій перспективі залишаються у силі [80].

Як вказує Ф. Мішкін, згідно з теорією раціональних очікувань відсоткові ставки на ринку повинні відображати усю доступну інформацію. У свою чергу непередбачувана зміна короткострокових ставок відбувається лише тоді, коли на ринок потрапляє непередбачувана інформація [92].

Крайнім виразом теорії раціональних очікувань є теорія ефективних ринків. Одним з найяскравіших представників цієї теорії є Юджин Фама, який ще у 1970 році зазначав, що загалом ідеальним є ринок, на якому ціни дають точні сигнали для розподілу ресурсів. Це ринок, на якому фірми можуть приймати виробничо-інвестиційні рішення, а інвестори обирають серед цінних паперів (що є виразом частки власності на фірми), за умови що ціни на цінні папери у будь-який час повністю відображають усю доступну інформацію. Такий ринок називається ефективним [8]. У подальших працях автор, зокрема, відзначав, що сприймає гіпотезу ефективності ринку як просте твердження про те, що ціни на цінні папери повністю відображають усю доступну інформацію [38].

Однак існує масив критики теорії раціональних очікувань та ефективного ринку, аргументи якої можна звести до наступних.

1. *Реалізація зазначених теорій має вирішувати проблему ділових циклів, чого насправді не відбувається.* Найпростіші макроекономічні моделі, у яких ринки очищаються миттєво, а очікування є раціональними, виключають існування “ділових циклів”, тобто послідовно корельованих відхилень

випуску від тенденції [4]. Дослідники також вказують на те, що враховуючи припущення про раціональну поведінку та раціональні очікування, ціна активу має просто відображати основи ринку, тобто залежати лише від інформації про поточні і майбутні прибутки від цього активу. Однак, відхилення від вказаної моделі доводить ірраціональність економічних суб'єктів [21].

2. Вказані теорії є перш за все теоретичними моделями, а тому включають припущення про ідеально функціонуючий ринок та економічних суб'єктів, що мало співвідноситься з реальністю (критика з позиції представників поведінкової економіки).

Представники поведінкового напрямку в економіці, протиставляючи свої погляди раціональній версії поведінки економічних суб'єктів, вказують на необхідність зрозуміти споживчу поведінку домашніх господарств. Одразу акцентуючи на різниці у поведінкових реакціях еконів та гуманів (Р. Талер) постулюється, що останні не мають мозку Ейнштейна чи аскетичного буддійського ченця. Їм радше притаманні пристрасті, несправні телескопи, доволі різне ставлення до різних банок зі своїм багатством, потрапляння під вплив короткострокових доходів на фондовому ринку [173]. Таким чином автор акцентує увагу на ірраціональній поведінці суб'єктів та вказує, що випадки такої поведінки є часто повторюваними у межах раціональної парадигми, що зумовлює перегляд самої парадигми. Крім того, приймаючи раціональність економічних агентів як даність, на переконання автора відпадає потреба у превентивних заходах. Але як відомо фінансові бульбашки можливі і розробникам державної політики є сенс певною мірою дуги проти вітру [173].

У свою чергу Д. Канеман ілюструє, що систематичні помилки та випадки коли люди відходять від раціонального і чіткого мислення, є результатом не стільки руйнівного впливу емоцій на мислення, а вони закорінені насамперед у самому механізмі мислення [156].

3. Раціональні економічні суб'єкти та ідеально функціонуючий ринок вирішують питання асиметричності інформації на такому ринку. Однак,

спостерігається скоріш зворотна тенденція у зв'язку з ускладненням та нашаруванням економічних процесів. Транзакції, що відбуваються на фінансових ринках, є предметом асиметричної інформації, у якій одна сторона часто не знає усього, що їй потрібно знати про іншу сторону для прийняття правильних рішень. Асиметрична інформація створює проблеми у фінансовій системі двома основними способами: до проведення транзакції (несприятливий відбір) та після її проведення (моральний ризик) [93].

У подальшому нами буде проаналізовано досвід впровадження досліджуваного монетарного режиму на прикладах Англії, Чехії, Бразилії, Туреччини, що мали власні передумови та особливості.

Англія. Згідно зі ст. 11 Акту про Банк Англії 1998 року, метою монетарної політики центрального банку є: а) забезпечення підтримки цінової стабільності; б) відповідно до попередньої мети, підтримка економічної політики уряду, включаючи його цілі щодо зростання і зайнятості.

Монетарний режим інфляційного таргетування впроваджено у Великобританії у жовтні 1992 року. Як було визначено у першому Інфляційному звіті Банку Англії (лютий 1993 року), після впровадження режиму інфляційного таргетування, оголошена ціль діапазону інфляції у річному вимірі становила 1-4 %. При цьому лаги між змінами у монетарній політиці та змінами показників інфляції не визначені однозначно і змінюються залежно від економічних умов. Тому монетарна політика Банку Англії визначалася виходячи не з поточного рівня інфляції, а згідно з інфляційними тенденціями протягом наступних декількох років [58]. Наразі цільовий показник річного рівня інфляції становить 2 % протягом усього часу.

За твердженням М. Кінга, колишнього керівника Банку Англії, суть впроваджуваного підходу полягала у поєднанні числового цільового показника інфляції у середньостроковій перспективі та гнучкості для реагування на потрясіння у економіці в короткостроковій перспективі. При реалізації нових рамок монетарної політики у Великобританії була поширеною думка про те, що таргетування інфляції не в змозі впоратись з

інфляцією. Однак досвід показав ефективність інфляційного таргетування. За попередні двадцять років до впровадження зазначеного режиму, інфляція була найбільшою проблемою, з якою стикалась економіка Великобританії, досягнувши піку в 27 % на рік у 1975 році. У наступні двадцять років інфляція становила у середньому лише 2,1 % на рік [67]. Нижче наведена інформація про динаміку відсоткової ставки та рівень інфляції у Англії з 1989 року (рис.3.1). Для прикладу послідовності прийняття рішень з приводу збільшення відсоткової ставки у відповідь на зростання рівня інфляції, можна навести результати засідання Комітету з монетарної політики Банку Англії від 01 лютого 2023 року. За рішенням Комітету відсоткова ставка була збільшена з 3,5 % до 4 %. У інформаційній довідці за результатом засідання було означено, що підвищення відсоткової ставки зумовлене високою глобальною інфляцією споживчих цін та сильним внутрішнім інфляційним тиском у Великобританії.

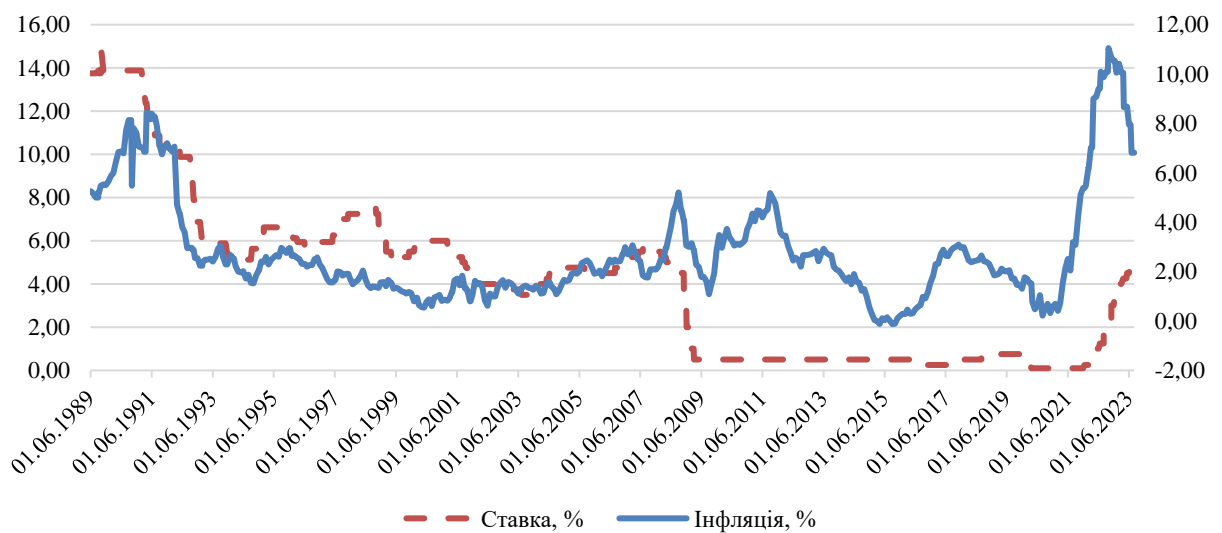


Рисунок 3.1 – Динаміка рівня інфляції та основної ставки ЦБ Англії після введення інфляційного таргетування

Джерело: складено автором за даними [113]

При цьому спрогнозовано збільшення відсоткової ставки до 4,5% у середині 2023 року та її зменшення до 3,25 % впродовж наступних трьох років, що разом з прогнозом зменшення інфляційного тиску дозволить знизити

рівень інфляції нижче цільового рівня (2 %) у середньостроковій перспективі [107].

У подальшому відсоткова ставка декілька разів переглядалась [108] і наразі її рівень становить 5,25%.

Чехія. Статтею 2 Акту № 6/1993 про Чеський Національний Банк визначено, що його основною метою є підтримка цінової стабільності. Крім того, центральний банк забезпечує фінансову стабільність та безпечне і надійне функціонування фінансової системи Чеської Республіки. Без шкоди для основної мети, Чеський Національний Банк підтримує загальну економічну політику уряду та загальну економічну політику в Європейському Союзі.

Після отримання незалежності Чеською Республікою у 1993 році, проводжувана монетарна та фіскальна політика забезпечила зниження рівня інфляції до 10% та високий рівень зайнятості. Роки з 1993 по 1997 вважаються періодом стабільності економіки Чеської Республіки. У 1997 році, спонуканий валютною кризою у Азії та деяких європейських країнах і рецесією, уряд прийняв пакет заходів жорсткої економії [69]. У якості реакції на зазначені потрясіння у країні було також скасовано фіксований обмінний курс чеської крони та запроваджено режим таргетування інфляції [68]. До кінця 2000 року було визначено таргет на рівні 4,5%, у березні 2004 року було оголошено цільовий рівень інфляції на рівні 3% (набрав чинності у 2006 році), а з січня 2010 – 2% (+/- 1 п.п.), який діє і на сьогоднішній день.

Як зазначають у науковій літературі, досвід Чехії у впровадженні інфляційного таргетування є унікальним, оскільки Чехія була першою країною з перехідною економікою, що запровадила зазначений монетарний режим. До отримання початкових результатів від впровадження режиму інфляційного таргетування було незрозуміло, чи зможе центральний банк країни з перехідною економікою сформувавши довіру до своєї діяльності замість покладання на імпортовану довіру через прив'язку до обмінного курсу. Крім того, протягом перших десяти років режиму інфляційного таргетування

інфляція у Чеській Республіці залишалась на нижчому рівні, ніж її цільовий показник [137]. Інші зазначають, що відхилення інфляції від її цільового показника були високими на початковому етапі таргетування інфляції, однак у наступні роки показники Чеського Національного Банку щодо таргетування інфляції наблизились до відносно успішних [2]. Нижче наведена інформація про динаміку відсоткової ставки та рівень інфляції у Чехії з 1997 року (рис. 3.2). Для прикладу, встановлення ставки 5,75% у травні 2022 року було реакцією на довгостроковий інфляційний тиск, який посилювався через початок війни в Україні. За прогнозом центрального банку інфляція мала зрости до 15% у наступному місяці та залишитись двозначною до кінця 2022 року. Це було відображенням подальшого зростання цін на газ та електроенергію для домогосподарств. За прогнозом інфляція мала знизитись нижче 10% на початку 2023 року завдяки послабленню цінового тиску, а досягнення цільового показника у 2% прогнозувалось у другий половині 2023 року [105].

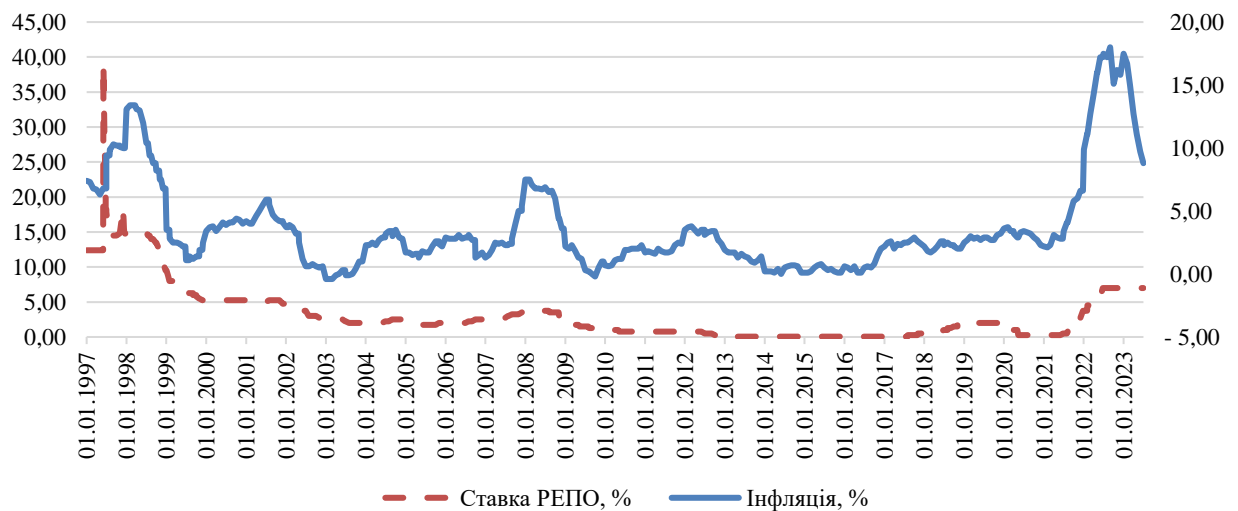


Рисунок 3.2 – Динаміка рівня інфляції та основної ставки ЦБ Чехії після введення інфляційного таргетування

Джерело: побудовано автором за даними [115]

Однак влітку 2022 року, на тлі значного зростання невизначеності та посилення інфляційного тиску, Чеський Національний Банк почав розглядати горизонт монетарної політики на два квартали далі, ніж раніше. Прогноз

зростання інфляції змінився – її показник мав збільшитись до 20% протягом наступних місяців 2022 року і повернення до цільового показника (2%) планувалось протягом 2024 року [106].

Бразилія. У порівнянні з іншими латиноамериканськими країнами, для Бразилії характерний тривалий період високої інфляції. При цьому у країні гіперінфляція була більш тривалою, ніж деінде. Причинами цього були погана інституційна база, у межах якої інші державні установи (окрім монетарного органу), мали непрямий контроль за емісією грошей та пасивна грошово-кредитна політика [25].

Ретроспективно гіперінфляція у Бразилії досягла піку у 1964 році, потім знижувалась до першого нафтового шоку (1973 рік), але знову прискорилась після нього, досягнувши показників вище 100% у період між 1980 та 1994 роками. Останній період співпав з серйозними проблемами платіжного балансу та економічною стагнацією, що послідувала за кризою зовнішнього боргу на початку 1980-х років [3]. Піковими роками підвищеної інфляції у цей час були 1983-1986 роки; 1987 рік та 1990 рік [26].

З метою зниження інфляції, у 1994 році було впроваджено стабілізаційний план – Реальний план (Real Plan). Він, у тому числі, передбачав створення нової розрахункової одиниці URV (Unidade Real de Valor) яка мала паралельно функціонувати до крузейро реала. URV працював як тіньова валюта, паритет якої до крузейро реала постійно коригувався (оскільки URV був 1:1 з доларом США). Ціни вказувались як в URV, так і у крузейро реалах, але платежі мали здійснюватися виключно у крузейро реалах. Це було тимчасовим заходом перед введенням нової валюти – бразильського реалу. Після впровадження зазначеної конвертації валют інфляція значно впала і період гіперінфляції в Бразилії завершився [3].

У червні 1999 року Бразилія офіційно запровадила систему таргетування інфляції. Це було реакцією на Азійську кризу та дефолт у Росії, які вплинули на Бразилію через втрату міжнародних резервів та підвищення рівня інфляції

[12]. Нижче наведена інформація про динаміку відсоткової ставки та рівень інфляції у Бразилії з 1996 року (рис. 3.3).

Наразі інфляційний таргет становить 3,25% (+/- 1,5 пункти). Згідно з останнім кварталним звітом центрального банку Бразилії від 29 червня 2023 року, незважаючи на нещодавнє зниження загального рівня споживчої інфляції, очікується підвищення її рівня у другий половині 2023 року. Різні показники базової інфляції залишаються вищими за допустимий діапазон. Однак інфляційні очікування на 2023 та 2024 роки знизились і становлять близько 5,1% і 4,0% відповідно [124].

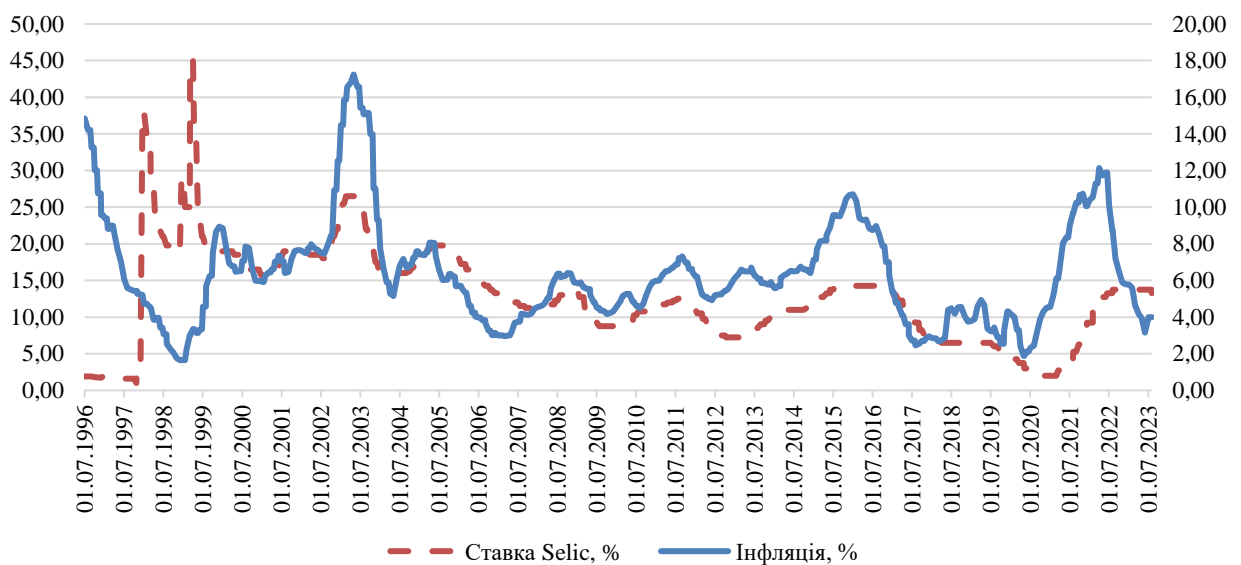


Рисунок 3.3 – Динаміка рівня інфляції та основної ставки ЦБ Бразилії після введення інфляційного таргетування

Джерело: побудовано автором за даними [112]

Туреччина. Статтею 4 Закону про центральний банк Туреччини №1211 від 14 січня 1970 року (у редакції змін 2001 року) визначено, що основним завданням центрального банку є забезпечення цінової стабільності. Центральний банк на власний розсуд визначає монетарну політику та інструменти, які він збирається використовувати для забезпечення цінової стабільності. Центральний банк має, якщо це не суперечить завданню забезпечення цінової стабільності, підтримувати політику уряду щодо економічного зростання і зайнятості.

Режим інфляційного таргетування у Туреччині було прийнято за основу після провалу ортодоксальної монетарної політики та тривалих періодів високої інфляції [50]. У 2001 році центральний банк Туреччини оголосив, що 2002 року буде прийнято стратегію таргетування інфляції. З цією метою до Закону про центральний банк Туреччини у 2001 році було внесено зміни та створено Комітет з монетарної політики, який інституціоналізував процес прийняття рішень щодо монетарної політики.

Однак, поширеною є думка, що у країнах, які розвиваються, для запровадження режиму інфляційного таргетування прийнятний рівень інфляції повинен становити близько 15%. У Туреччині у цей період рівень інфляції становив: 29,7% у 2002 році, 18,4% у 2003 році, 9,3% у 2004 році та 7,7% у 2005 році [36].

Саме тому центральний банк Туреччини почав притримуватись стратегії неявного інфляційного таргетування у 2002-2005 роках. 2 січня 2002 року було оголошено, що період неявного таргетування інфляції буде існувати до досягнення цільових показників інфляції, необхідних для впровадження зазначеного монетарного режиму. За цей період було проведено грошову реформу, посилено незалежність центрального банку та стабілізовано інфляційні очікування у країні, що дозволило знизити рівень інфляції та офіційно впровадити монетарний режим інфляційного таргетування у 2006 році [64]. Нижче наведена інформація про динаміку відсоткової ставки та рівень інфляції у Туреччині з 2002 року (рис. 3.4).

Згідно з прогнозом щодо монетарної політики на 2023 рік [97], збережено середньостроковий цільовий показник інфляції на рівні 5%. Грошово-кредитна політика має будуватись таким чином, щоб поступово довести рівень інфляції до вказаного цільового показника. Оголошені у інфляційних звітах цілі слугуватимуть проміжними цільовими показниками для формування інфляційних очікувань економічних суб'єктів.

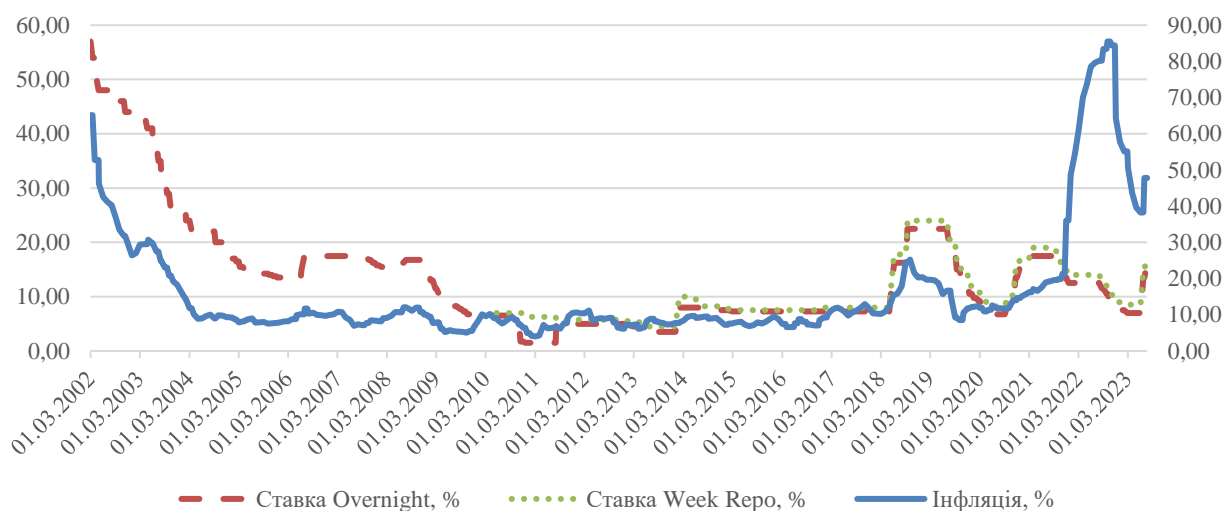


Рисунок 3.4 – Динаміка рівня інфляції та основної ставки ЦБ Туреччини після введення інфляційного таргетування

Джерело: побудовано автором за даними [114]

Враховуючи, що за перші пів року 2023 року рівень інфляції знизився майже на 20% (з 57,68% до 38,21%) прослідковується яскраво виражена тенденція до зниження, однак показники інфляції є далекими від таргету і цільовий показник у цьому випадку може розглядатись виключно для формування раціональних очікувань економічних суб'єктів. Крім того, у липні 2023 року показники інфляції знову зросли до 47,83%.

Інфляційне таргетування в Україні. Вперше інфляція у якості пріоритетного цільового орієнтира грошово-кредитної політики (пряме таргетування інфляції) була означена у Основних засадах грошово-кредитної політики на 2002 рік (однак уточнено, що Національний банк України створюватиме передумови для переходу у перспективі до вказаного монетарного режиму).

У літературі таке споглядання у бік інфляційного таргетування НБУ пояснюють помітними коливаннями рівня інфляції протягом коротких періодів часу, що у свою чергу зберігало високі інфляційні очікування (що проявлялись через високі відсоткові ставки за депозитами і кредитами у

гривні; доларизації заощаджень; нестабільності умов здійснення підприємницької діяльності) [158].

Лише у 2015 році Основними засадами грошово-кредитної політики було задекларовано перехід у середньостроковій перспективі (від 3 до 5 років) до режиму інфляційного таргетування з цільовим показником зменшення темпів інфляції до 5% (з допустимим відхиленням +/- 1 процентний пункт). Зазначений перехід було обумовлено тим, що у 2014, на початку 2015 років економіка України характеризувалась наступними негативними процесами.

1. Макроекономіка увійшла у стан стагфляційної макроекономічної динаміки (поєднання процесів зниження виробництва ВВП з одночасним значним зростанням цін. Так, рівень споживчої інфляції у 2014 році склав 24,9%, що значно перевищив визначений орієнтир минулого року (19%). Темпи базової інфляції протягом року прискорились з 0,1% до 22,8%. На початку 2015 року річні темпи інфляції прискорились до 45,8%, а базова інфляція – до 44,6%.

2. Відмова від якоря-прив'язки у вигляді практики утримання валютного курсу у фіксованих межах та відсутність системних дій НБУ щодо переходу до іншого якоря цінової стабілізації (у 2014 році обмінний курс гривні до долара США на міжбанківському ринку знизився на 93,5% – до 15,77 грн./дол. США).

3. Відсутність системних заходів НБУ при здійсненні монетарної та комунікаційної політики сформувало девальваційні очікування економічних суб'єктів і спричинило зниження довіри до банківської системи у вигляді скорочення обсягу депозитів (у 2014 році вклади у національній валюті скоротились на 13,4% (56,5 млрд. грн.); за три перші місяці 2015 року вклади у гривні скоротились ще на 5,7% (20,7 млрд. грн.).

4. Тридцять три банківські установи визнано неплатоспроможними у цей період.

5. Відсутність реакції на основний інструмент центрального банку – зміну облікової ставки. У 2014 році облікова ставка поступово збільшилась з

6,5% до 14,0%, а на початку 2015 року до 19,5% (лютий) та 30,0% (березень). Однак ставки за кредитами і депозитами банківських установ практично не реагували на зазначену зміну, більше реагуючи на динаміку валютного курсу тіньового ринку.

Визначений цільовий показник річного приросту індексу споживчих цін мав досягатись поступово: грудень 2016 року – 12% +/- 3 п.п.; грудень 2017 року – 8% +/- 2 п.п.; грудень 2018 року – 6% +/- 2 п.п.; грудень 2019 року – 5% +/- 1 п.п.; грудень 2020 року і надалі – 5% з допустимим діапазоном відхилення +/- 1 п.п. Зазначена середньострокова ціль є неперервною, тобто центральний банк здійснює заходи для її досягнення постійно, а не лише на кінець року.

Однією з важливих передумов для запровадження монетарного режиму інфляційного таргетування стала спроможність Національного банку України передбачати інфляційний розвиток (оскільки інфляція у межах вказаного режиму є проміжною ціллю) і визначення трансмісійного механізму грошово-кредитної політики [110].

Основним інструментом НБУ для досягнення зазначених цілей інфляції визначено зміну процентної ставки (що синхронізована з обліковою ставкою).

Як вірно підмічено у науковій літературі, юридично облікова ставка визначається НБУ з 1992 року, однак грошово-кредитне регулювання здійснювалось монетарною інституцією за ставками, що мало залежали від облікової ставки і її встановлення було більше формальним, ніж реальним заходом («сигнальна роль») [155].

З 2004 року процентна політика Національного банку визначалась згідно з відповідним Положенням про процентну політику НБУ та передбачала, що облікова ставка є лише одним з монетарних інструментів, за допомогою якого встановлюється орієнтир щодо вартості залучених та розміщених грошових коштів на відповідний період та яка залежить від економічних процесів в країні.

У свою чергу, згідно з Положенням про процентну політику Національного банку України 2016 року відбулась методологічна зміна змісту облікової ставки – відтепер до неї має прив'язуватись процентна політика центрального банку та короткострокові гривневі міжбанківські ставки. Нижче наведена інформація про динаміку облікової ставки та рівень інфляції в Україні з 2014 року.

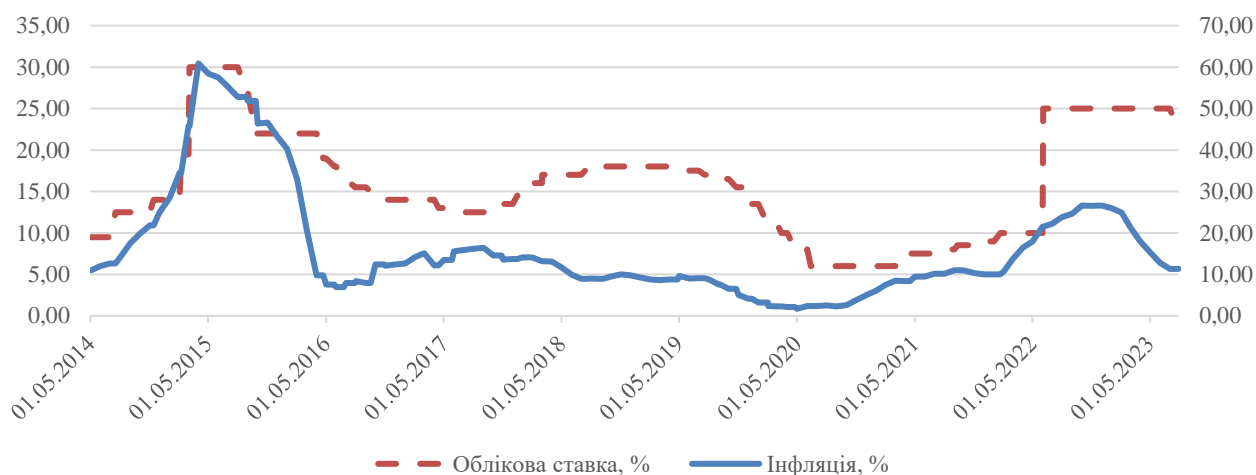


Рисунок 3.5 – Динаміка рівня інфляції та основної ставки НБУ після введення інфляційного таргетування

Джерело: побудовано автором за даними [172]

Однак, з 24 лютого 2022 року (фактично) монетарний режим таргетування інфляції перестав бути рамками грошово-кредитної політики Національного банку України.

Згідно з постановою Правління НБУ «Про роботу банківської системи в період запровадження воєнного стану» вводився ряд обмежень, хоча прямо про відміну режиму інфляційного таргетування мова не йшла. Серед таких обмежень визначались, наприклад, наступні: обмеження на видачу готівкових коштів, заборона на торгівлю уповноваженими установами валютними цінностями тощо.

Юридична відмова від монетарного режиму таргетування інфляції з плаваючим валютним курсом відбулась з прийняттям Основних засад грошово-кредитної політики від 15 квітня 2022 року. Мотивом для відмови від

досліджуваного монетарного режиму визначено зменшення дієвості ринкових інструментів та високу невизначеність в умовах повномасштабних бойових дій. Крім того, дієвість каналів монетарної трансмісії додатково послаблено адміністративними обмеженнями на валютному ринку та обмеженнями щодо руху капіталу.

Згідно з актуальною аналітичною інформацією, що надана директором Департаменту монетарної політики та економічного аналізу НБУ [157], у період дії воєнного стану (у порівнянні з мирним часом) існують концептуальні перешкоди для реалізації монетарного режиму інфляційного таргетування (порівняльний аналіз наведено в таблиці 3.1).

Таблиця 3.1 – Концептуальні перешкоди для реалізації монетарного режиму інфляційного таргетування

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

Джерело: узагальнено автором

За результатом проведеного дослідження практики впровадження монетарного режиму інфляційного таргетування як у зарубіжних країнах так і в Україні, можна зробити наступні висновки:

1. Основу практики таргетування інфляції формує уявлення про те, що існують виключно раціональні (інфляційні) очікування суб'єктів економічної діяльності, які піддаються точному прорахунку і впливу. Однак наведені аргументи (існування ділових циклів, критика з позиції представників поведінкової економіки, асиметрична інформація на фінансових ринках) дають підстави стверджувати, що монетарна політика може лише з певною долею вірогідності прораховувати очікування економічних агентів. Це пояснює відсутність точного співвіднесення між зміною процентної ставки центрального банку та її впливом на рівень інфляції.

2. На першочергових етапах впровадження досліджуваного монетарного режиму у проаналізованих прикладах спостерігається тенденція до зниження рівня інфляції за рахунок підвищення вимог до незалежності центральних банків, їх транспарентності та прозорості проводжуваної монетарної політики.

3. Досліджені приклади впровадження монетарного режиму таргетування інфляції показують, що співзалежність регулюючого впливу центральних банків та інфляційних процесів обумовлена численними чинниками (сформованість інституційної структури, тривалість боротьби з інфляційними процесами тощо). Однак кризові ситуації проявляють особливість досліджуваного монетарного режиму – центральні банки прямо не здійснюють управління інфляційними процесами, а підлаштовуються під них та приборкують інфляцію за допомогою «м'якого» налаштування (про що свідчить постійна зміна прогностичної аналітики щодо інфляції майбутніх періодів).

4. Практика впровадження інфляційного таргетування в Україні розпочалась у 2015 році і прослідковувалась тенденція до приборкування інфляційних процесів (що у принципі характерно для першочергових етапів

впровадження цього монетарного режиму у інших країнах). Однак повномасштабне вторгнення Російської Федерації на територію України у лютому 2022 року унеможливило продовження практики реалізації зазначеного монетарного режиму (через відмову від плаваючого валютного курсу, обмежень щодо валютних операцій, монетарного фінансування бюджету тощо), що вказує на обмежені можливості таргетування інфляції у неординарних (кризових) ситуаціях.

Для кожної із перелічених фаз економічної активності та видів флуктуацій характерним є свій набір інструментів монетарної політики.

У періоди економічного підйому НБУ може бути застосована більш жорстка (конструкційна) політика стримування інфляції та запобігання економічному буму в країні. До таких заходів належить підвищення процентних ставок, обмеження грошової маси, таргетування інфляції тощо.

У періоди рецесії НБУ переходить до більш м'якої (експансіоністську) монетарної політики, що спрямована на стимулювання економічної активності в країні та підтримку зайнятості. До найбільш поширених інструментів монетарної політики в період рецесії належать зниження процентних ставок, купівля цінних паперів на відкритому ринку, збільшення грошової маси тощо. Узагальнення інструментів монетарної політики залежно від виду флуктуацій в економіці здійснено в таблиці 3.2.

Таблиця 3.2 – Інструменти монетарної політики за видами флуктуацій в економіці

Вид флуктуацій	Економічні умови	Тип монетарної політики	Цілі монетарної політики	Інструменти монетарної політики
1	2	3	4	5
Циклічні	Фаза піднесення	Обмежувальна (контракційна)	Контроль інфляції, превенція перегріву економіки	Підвищення відсоткових ставок, продаж цінних паперів на відкритому ринку, підвищення резервних вимог, операції зворотного репо для вилучення/додавання ліквідності
	Фаза рецесії: високий рівень безробіття, низька інфляція	Стимулююча (експансіоністська)	Стимулювання економічної активності, зменшення рівня безробіття	Зниження процентної ставки, купівля цінних паперів на відкритому ринку
	Фаза поживлення: висока інфляція, низький рівень безробіття	Стимулююча (експансіоністська)	Стимулювання економічного зростання, боротьба з безробіттям	Зниження процентної ставки, купівля цінних паперів на відкритому ринку, зниження резервних вимог
	Фаза депресії	Стимулююча (експансіоністська)	Стимулювання економічної активності, боротьба з дефляцією	Зниження процентної ставки, зниження резервних вимог
	Фаза кризи	Дискреційна	Антикризовий менеджмент, відновлення довіри, запобігання дефолту, зниження системних ризиків	Валютні інтервенції, екстренне і пільгове кредитування
Сезонні	Сезонні коливання, що носять регулярний характер	Нейтральна	Підтримка економічної стабільності, згладження економічних коливань	Зміна резервних вимог, сезонні програми кредитування та знижок, тимчасові операції на відкритому ринку, регулювання обсягів грошової маси в окремих секторах

Продовження таблиці 3.2

1	2	3	4	5
Структурні	Довгострокові зміни в структурі виробництва, технологічні зміни, зміни споживацького попиту та умов здійснення міжнародної торгівлі	Тергетування інфляції, дискреційна	Стабілізація економіки, структурні перебудови в економіці	Зниження процентних ставок за операціями довгострокового інвестування
Шоківі	Непередбачувані зміни в економіці під впливом зовнішніх та внутрішніх факторів	Дискреційна	Пом'якшення впливу шоків, відновлення довіри населення, стабілізація фінансового ринку, запобігання дестабілізації економіки	Швидку зниження процентних ставок, курсові інтервенції, екстренна підтримка ліквідності банківських установ, цільові програми рефінансування

Джерело: узагальнено автором

Таким чином, монетарна політика є важливим інструментом згладжування економічних циклів, стимулювання економіки, досягнення певного рівня інфляції, стабілізації фінансових ринків. При цьому важливу роль у забезпеченні ефективності монетарної політики відіграє здатність НБУ до швидкої зміни ключових векторів та напрямків її реалізації. Особливо актуальним це є в періоди шоківих флуктуацій (війни, пандемії, глобальні кризи).

Висновки до розділу 3

У третьому розділі проведено аналіз методичних підходів та практичного інструментарію формування монетарної політики в умовах економічних флуктуацій, розглянуто незалежність центральних банків як ключовий інструмент стабілізації економіки та забезпечення ефективності монетарної політики, обґрунтовано роль таргетування інфляції в системі монетарних режимів центральних банків, сформульовано практичні рекомендації щодо формування монетарної політики в умовах економічних флуктуацій, спрямовані на підвищення її адаптивності, стійкості та ефективності в сучасних макроекономічних умовах.

Мінімізація деструктивних впливів економічних флуктуацій можлива за рахунок визначення та імплементації найбільш ефективних механізмів управління з точки зору забезпечення макроекономічної стабільності та формування довгострокових умов для стійкого економічного зростання. В основі даних процесів має бути застосування механізмів таргетування інфляції як ключового елементу монетарної політики в управлінні економічними флуктуаціями.

В роботі було проведено порівняльний аналіз монетарних режимів в управлінні економічними флуктуаціями. Визначено їх переваги і недоліки, обґрунтовано вплив на економічні флуктуації, проаналізовано ефективність таргетування інфляції в різних економічних умовах і визначено його переваги як базової стратегії стабілізаційної політики. Особливу увагу приділено впливу

таргетування інфляції на динаміку макроекономічних показників, зокрема стабілізацію рівня інфляції, зниження волатильності валютного курсу та стимулювання інвестиційної активності.

Результати дослідження показали, що таргетування інфляції сприяє зменшенню невизначеності на фінансових ринках та підвищенню довіри до монетарної політики центрального банку. Це дозволяє більш ефективно управляти очікуваннями економічних агентів, що є критично важливим у періоди економічної нестабільності. Також досліджено, як адаптація таргетування інфляції до умов різних типів економік (з розвинутими ринками, перехідними економіками) впливає на його результативність та можливість інтеграції інших інструментів монетарної політики, таких як валютні інтервенції або управління відсотковими ставками.

З метою підвищення ефективності застосування інструментів монетарної політики в контексті управління економічними флуктуаціями в роботі обґрунтовано необхідність застосування диференційованого інструментарію монетарної політики, що визначається характером, тривалістю та типом флуктуацій, що спостерігаються в країні. Це дозволить оптимізувати вплив монетарної політики на економічний цикл, забезпечити стійкість до сезонних коливань, своєчасно реагувати на структурні зміни та шоківі флуктуації. Так, у фазах піднесення, рецесії чи депресії ключовими заходами мають бути контроль інфляції, стимулювання економічної активності або протидія дефляційним процесам шляхом регулювання процентних ставок, резервних вимог і операцій на відкритому ринку.

Основні положення даного розділу опубліковано автором у роботах: [161, 162, 163, 165]

ВИСНОВКИ

На основі аналізу змістовно-концептуальних підходів до розуміння економічних флуктуації та особливостей їх прояву було здійснено систематизацію наукових підходів щодо розуміння специфіки виникнення та форм прояву економічних флуктуацій за роллю грошово-кредитної політики, технологій, сукупного попиту, державних інституцій та виокремлено класичний та кейнсіанський підходи, теорію реальних бізнес-циклів, монетарний, австрійський та комплексний підходи.

Це дозволило визначити економічні флуктуації як періодичні відхилення ключових макроекономічних показників від їх довгострокових трендів або рівноважних значень, що виникають як реакція на зміни внутрішніх та зовнішніх чинників і можуть набувати форми як короткострокових коливань у межах бізнес-циклів (фази підйому, спаду, піку і відновлення), так і довгострокових трендів у розвитку економіки.

Характерною особливістю економічних флуктуацій в сучасних умовах визначено відсутність уніфікованого підходу до розуміння їх ролі в економічному розвитку країни. З одного боку, вони створюють значні виклики для забезпечення та підтримання стабільності економічної системи, спричиняючи періоди рецесії, зростання безробіття, інфляційного тиску та фінансової нестабільності, а з іншого боку, виконують функцію адаптації економічної системи до змін внутрішнього та зовнішнього середовища, сприяючи перерозподілу ресурсів, розвитку інновацій та адаптації економічної системи до нових умов.

За результатами узагальнення ключових чинників, форм та часового горизонту прояву економічних флуктуацій в економічній системі країни в роботі було удосконалено критеріальну базу класифікації економічних флуктуацій за причинно-детермінованою ознакою (циклічні, сезонні, структурні), часовим горизонтом (коротко-, середньо- та довгострокові), амплітудою коливань (мікро-, мезо-, та макроцикли), причинами виникнення (ендогенні та екзогенні),

географічним охопленням (локальні, регіональні та глобальні), наслідками впливу (економічні імпульси, економічні шоки та комбіновані коливання).

На основі трендового аналізу розвитку економічної системи в умовах флуктуацій було виділено ключові етапи розвитку економіки України, що відображають залежність економічних індикаторів від видів флуктуацій та фаз розвитку економіки: 2001-2007 рр. – період зростання та стабільності в економіці (циклічні флуктуації, фаза пожвавлення); 2008-2009 рр. – період глобальної фінансової кризи (шокові флуктуації); 2010-2013 рр. – період відновлення та стагнації (циклічні флуктуації, фаза стагнації); 2014-2015 рр. – економічна та політична криза (шокові флуктуації); 2016-2018 рр. – період відновлення (циклічні флуктуації, фаза пожвавлення); 2019-2020 рр. – період пандемії COVID-19 (шокові флуктуації); 2021-2022 рр. – період часткового відновлення економіки та нових викликів.

За результатами трендового аналізу визначено основні індикатори економічного розвитку, що відображають вплив різних типів флуктуацій на економіку країни. Це дозволило виділити циклічний характер економічних флуктуацій (періодичність коливань економічної активності), їх дуалістичну природу (одночасна здатність створювати ризики для стабільності економічної системи та сприяти її адаптивності і динамізму), її асиметричність (нерівномірність тривалості та інтенсивності фаз зростання та спаду), амплітудність (варіативність у масштабах та глибині економічних коливань).

Формування державної політики управління економічними флуктуаціями запропоновано здійснювати за результатами системного аналізу специфіки взаємодії макроекономічних чинників (грошово-кредитної політики, інвестиційної активності, технологічного розвитку та структурних змін в економіці), врахування їх багаторівневого впливу на економічну систему (короткострокові чи довгострокові наслідки) та специфіки сучасних економічних умов (посилення глобалізаційних та інтеграційних процесів, зростання ролі інституційних факторів). Це дозволило розробити концептуальні засади управління економічними флуктуаціями, як комплексу заходів, які

втілюються через діяльність органів законодавчої та виконавчої влади, міжнародних організацій, науково-дослідних інститутів та консалтингових організацій.

На основі узагальнення інструментарію управління економічними флуктуаціями обґрунтовано ключову роль монетарної політики в згладжуванні та мінімізації негативних наслідків економічних флуктуацій через адаптивне використання інструментів регулювання в умовах глобальних викликів та структурних змін економіки. На основі структурного моделювання проведено оцінювання часової та просторової когерентності економічних флуктуацій та інструментів монетарної політики, яке враховує явні та латентні взаємозалежності шляхом побудови системи структурних рівнянь та передбачає оцінювання взаємозв'язків між множинами залежних і незалежних змінних і дозволяє ідентифікувати найбільш значущі залежності між ними з урахуванням можливого як прямого, так і опосередкованого впливу. Це дозволило визначити експліцитні та імпліцитні закономірності їх взаємодії, ідентифікувати ключові взаємозв'язки між динамікою економічних флуктуацій та реакцією монетарних інструментів, а також оцінити рівень їх синхронізації на різних часових горизонтах управління. Практична апробація запропонованого підходу засвідчила, що збільшення участі населення в робочій силі призводить до зростання економічної активності в країні, зменшує ризик неповернення кредитів та супроводжується зниженням кредитної ставки.

Результати аналізу чутливості індикаторів монетарної політики до шоків економічних флуктуацій засвідчили суттєву залежність інструментів монетарної політики від економічної нестабільності. Найбільш чутливими до шоків ВВП та індексу споживчих витрат на одну особу визначено ставки за кредитами резидентів у національній валюті. Отримані результати засвідчили, що будь-які зміни в економічному середовищі мають безпосередній вплив на ефективність та застосування монетарних інструментів. Це вимагає постійного моніторингу та коригування монетарної політики з метою мінімізації негативних наслідків і підтримання економічної стабільності.

На основі порівняльного аналізу монетарних режимів в управлінні економічними флуктуаціями обґрунтовано вплив таргетування інфляції на економічні флуктуації, визначено його переваги як базової стратегії стабілізаційної політики. Зроблено висновок про те, що таргетування інфляції сприяє зменшенню невизначеності на фінансових ринках та підвищенню довіри до монетарної політики центрального банку, дозволяє більш ефективно управляти очікуваннями економічних агентів, сприяє адаптації системи до умов різних типів економік.

В роботі обґрунтовано необхідність застосування диференційованого інструментарію монетарної політики, що визначається характером, тривалістю та типом флуктуацій, що спостерігаються в країні. Це дозволить оптимізувати вплив монетарної політики на економічний цикл, забезпечити стійкість до сезонних коливань, своєчасно реагувати на структурні зміни та шоківі флуктуації.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Altig D., Altig D., Baker S., Barrero J.M., Bloom N., Bunn P., Chen S., Davis S.J., Leather J., Meyer B., Mihaylov E., Mizen P., Parker N., Renault T., Smietanka P., Thwaites G. Economic uncertainty before and during the COVID-19 pandemic. *Journal of Public Economics*. 2020. Vol. 191(C). P. 1–15. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jpubeco.2020.104274>.
2. Antal J., Hlvacek M., Holub T. Inflation Target Fulfillment in the Czech Republic in 1998-2007: Some Stylized Facts. *Czech Journal of Economics and Finance*. 2008. Vol. 58. P. 406-424.
3. Ayres J., Garcia M., Guillen A.D., Kehoe P.J. The Monetary and Fiscal History of Brazil, 1960-2016. *NBER Working Paper Series*. 2019. № 25421. P. 1-62.
4. Backus D.K., Kehoe P.J., Kydland F.E. International Business Cycles: Theory vs. Evidence. Federal Reserve Bank of Minneapolis. *Quarterly Review* Vol. 17, No.4. Fall 1993. P. 14-29.
5. Backus D.K., Kehoe P.J., Kydland F.E. International Real Business Cycle. Federal Reserve of Minneapolis. Working Paper 426 R, October 1991. P. 1-31.
6. Baltensperger E., Hildebrand P.M., Jordan T.J. The Swiss National Bank's monetary policy concept – an example of a 'principles-based' policy framework. *Swiss National Bank Economic Studies*. 2007. № 3 P. 2-28.
7. Barro R. J. Economic Growth in East Asia Before and After the Financial Crisis. *NBER Working Paper Series*. 2001. №8330, P. 1-42. URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=273698
8. Barsky R., Kilian L. Oil and the Macroeconomy Since the 1970s. *Journal of Economic Perspectives*. 2004. Vol. 18 (4). P. 115-134. URL: <https://doi.org/10.1257/0895330042632708>
9. Benmelech E., Tzur-Ilan N. The Determinants of Fiscal and Monetary Policies During the COVID-19 Crisis. *NBER Working Paper Series*. 2020. No. 27461. P. 1–42. URL: <https://ideas.repec.org/p/nbr/nberwo/27461.html>

10. Bergant K., Forbes K. Macroprudential Policy During COVID-19: The Role of Policy Space. *NBER Working Paper Series*. 2021. No. 29346. P. 1–37. URL: <https://ideas.repec.org/p/nbr/nberwo/29346.html>
11. Bernanke B.S. A Century of US Central Banking: Goals, Frameworks, Accountability. *Journal of Economic Perspectives*. 2013. Vol. 27. No. 4. Fall. P. 3-16.
12. Bernanke B.S. The Great Moderation. Presentation at the meetings of the Eastern Economic Association. *BIS Review*. 2004. № 12. P. 1-8.
13. Bernanke B.S., Gertler M. Monetary Policy and Asset Price Volatility. *NBER Working Paper Series*. 2000. No. 7559. February. P. 1-74.
14. Bernanke B.S., Gertler M. Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices? *The American Economic Review*. 2001. Vol. 91. No. 2. May. P. 253-257.
15. Bernanke B.S., Gertler M., Watson M. Systematic Monetary Policy and the Effects of Oil Price Shocks. *Brookings Papers on Economic Activity*. 1997. Vol. 1. P. 91–142. URL: https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/1997/01/1997a_bpea_bernanke_gertler_watson_sims_friedman.pdf
16. Bernanke B.S., Mihov I. What Does the Bundesbank Target? *NBER Working Paper Series*. 1996. № 5764. P. 1-42.
17. Bernanke B.S., Mishkin F.S. Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy? *NBER Working Paper Series*. 1997. No. 5893. January. P. 1-30.
18. Beyer A., Gaspar V., Gerberding C., Issing O. Opting Out of the Great Inflation: German Monetary Policy After the Break Down of Bretton Woods. *NBER Working Paper Series*. 2008. № 14596. P. 1-61.
19. Bismans F., Mougeot C. Austrian business cycle theory: Empirical evidence. *Review of Austrian Economics*. 2009. No. 22. P. 241-257.
20. Blanchard O.J., Gali J. The Macroeconomic Effects of Oil Shocks: Why are the 2000s So Different from the 1970s? *NBER Working Paper Series*. 2007. Vol. 13368. P. 1–77. <https://doi.org/10.7208/chicago/9780226278872.003.0008>
21. Blanchard O.J., Watson M.W. Bubbles, Rational Expectations and Financial Markets. *NBER Working Paper Series*. 1982. № 945. P. 1–30.

22. Blinder A.S., Fischer S. Inventories, Rational Expectations, and the Business Cycle. *NBER Working Paper Series*. 1979. № 381. P. 1–44.
23. Brunner K. The Role of Money and Monetary Policy. *Federal Reserve Bank of St. Louis*. September/October 1989 (reprinted from July 1968). P. 4–22.
24. Caldara D., Conlisk S., Iacoviello M., Penn M. The Effect of the War in Ukraine on Global Activity and Inflation. *FED's Notes*. 2022. URL: <https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/the-effect-of-the-war-in-ukraine-on-global-activity-and-inflation-20220527.html>.
25. Cardoso E. From Inertia to Megainflation: Brazil in the 1980s. *NBER Working Paper Series*. 1991. № 3585. P. 1–58.
26. Cardoso E., Paes de Barros R., Urani A. Inflation and Unemployment as Determinants of Inequality in Brazil: The 1980s. Reform, Recovery, and Growth: Latin America and the Middle East. University of Chicago Press. 1995. P. 151–176.
27. Chang R., Velasco A. The Asian Liquidity Crisis. *NBER Working Paper Series*. 1998. № 6796. P. 1–59. URL: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w6796/w6796.pdf.
28. Chari V.V., Christiano L.J., Kehoe P.J. Policy Analysis in Business Cycle Models. Federal Reserve Bank of Minneapolis. Working Paper 520. October 1993. P. 1–42.
29. Clarida R., Gertler M. How the Bundesbank Conducts Monetary Policy. *NBER Working Paper Series*. 1996. № 5581. P. 1–50.
30. Cloyne J., Hürtgen P., Taylor A.M. Global Monetary and Financial Spillovers: Evidence from a New Measure of Bundesbank Policy Shocks. *NBER Working Paper Series*. 2022. № 30485. P. 1–31.
31. Davidson S. The 1997–1998 Asian Crisis: A Property Rights Perspective. *Cato Journal*. 2005. Vol. 25. № 3. P. 567–582. URL: <https://ciaotest.cc.columbia.edu/olj/cato/v25n3/v25n3m.pdf>.
32. Dellas H., Tavlas G.S. Friedman and the Bernanke-Taylor Debate on Rules versus Constrained Discretion. *Cato Journal*. 2016. Vol. 36 (2). P. 297–313.

33. Dellas H., Tavras G.S. Friedman, Chicago and Monetary Rules. *Working Paper Series*. Becker Friedman Institute for Research in Economics. The University of Chicago. 2016. 7 April. P. 1-31.
34. Dorn J.A. Money, Politics and the Business Cycle. *Cato Journal*. 1986. Vol. 6. No. 2 (Fall 1986). P. 353-364.
35. Dvir E., Rogoff K.S. Three Epochs of Oil. *NBER Working Paper Series*. 2009. No. 14927. P. 1-49. URL: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w14927/w14927.pdf.
36. Eroglu I., Çinar M., Eroglu N. An evaluation of the effectiveness of an inflation targeting strategy in Turkey. *Economic Research*, 2017. Vol. 30, No.1. P. 1536-1552.
37. Fama E.F. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*. 1970. Vol. 25. No 2. P. 383-417.
38. Fama E.F. Efficient Capital Markets: II. *The Journal of Finance*. 1991. Vol. XLVI. No. 5. P. 1575-1617.
39. Fischer S. Inflation and Growth. NBER Working Paper Series. 1983. No. 1235. P. 1-18.
40. Frederic S. Mishkin International Experiences with different Monetary Policy Regimes. *NBER Working Paper Series*. 1999. No. 6965. P. 1-48.
41. Frederic S. Mishkin Making Discretion in Monetary Policy more Rule-Like. *NBER Working Paper Series*. 2017. No. 24135. P. 1-28.
42. Frederic S. Mishkin Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis. *NBER Working Paper Series*. 2011. No. 16755. P. 1-63.
43. Frederic S. Mishkin The Transmission Mechanism and the Role of Asset Prices in Monetary Policy. *NBER Working Paper Series*. 2001. No. 8617. P. 1-21.
44. Friedman M. Letter on Monetary Policy. *Economic Review*. 1974. May/June *Federal Reserve Bank of Richmond*. P. 20-23.
45. Friedman M. The Role of Monetary Policy. *The American Economic Review*. 1968. Vol. LVIII (1). P. 1-17.

46. Friedman M. The Supply of Money and Changes in Prices and Output. *U.S. Congress, Joint Economic Committee, The Relationship of Prices to Economic Stability and Growth*. 1958. P. 241-256.
47. Friedman M. The Supply of Money and Changes in Prices and Output. U.S. Congress, Joint Economic Committee. *The Relationship of Prices to Economic Stability and Growth*. 1958. P. 241-256.
48. Friedman M., Schwarz A.J. Money and Business Cycles. Money in Historical Perspective. University of Chicago Press. 1987. P. 24-77.
49. Garrison R.W. Hayekian Trade Cycle Theory: A Reappraisal. *Cato Journal*. 1986. Vol. 6. No. 2. P. 437-459.
50. Genc I.H., Balcilar M. Effectiveness of Inflation Targeting in Turkey. *Emerging Markets Finance & Trade*. 2012. Vol. 48. P. 35–47.
51. Gopinath G. Crisis and monetary policy. The pandemic and war have bred new challenges for global central banks in coming years. *Finance & Development*. 2023. P. 15–17.
52. Haberler G. Reflections on Hayek's Business Cycle Theory. *Cato Journal*. 1986. Vol. 6. No. 2. P. 421-435.
53. Hamilton J. D. Historical Oil Shocks. *NBER Working Paper*. 2011. Vol. 16790. P. 1–51. URL: <https://ssrn.com/abstract=1768548>
54. Hamilton J. D. Oil Prices, Exhaustible Resources, and Economic Growth. *NBER Working Paper Series*. 2012. Vol. 17759. P. 1–64. URL: <http://www.nber.org/papers/w17759.pdf>
55. Hansen G.D., Wright R. The Labor Market in Real Business Cycle Theory. Federal Reserve Bank of Minneapolis. *Quarterly Review*. 1992. Vol. 16. No.2. P. 2-12.
56. Hurley J., Karmakar S., Markoska E., Walczak E., Walker D. Impacts of the COVID-19 crisis: evidence from 2 million UK SMEs. *Staff Working Paper*. Bank of England. 2021. Vol. 924. P. 1–41. URL: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3868881>

57. Hüser A.-C., Lepore C., Veraart L. How does the repo market behave under stress? Evidence from the COVID-19 crisis. *Staff Working Paper, Bank of England*. 2021. Vol. 910. P. 1–28. URL: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3796315>
58. Inflation Report of Bank of England. February 1993. *Bank of England Quarterly Bulletin*. 1993. 45 p.
59. Info Sapiens. URL: <https://www.sapiens.com.ua/ua/index>
60. Interview with Edward C. Prescott, 01 September 1996. Federal Reserve Bank of Minneapolis. URL: <https://www.minneapolisfed.org/article/1996/interview-with-edward-c-prescott>
61. Interview with Robert Solow, 01 September 2002. Federal Reserve Bank of Minneapolis. URL: <https://www.minneapolisfed.org/article/2002/interview-with-robert-solow>
62. Jordan T What are the consequences of the war in Ukraine for the SNB’s monetary policy? *114th Ordinary General Meeting of Shareholders of the Swiss National Bank*. 2022. P. 1-5. URL <https://www.bis.org/review/r220502c.pdf>
63. Jordan T.J., Peytrignet M., Rossi E. Ten Years’ Experience with the Swiss National Bank’s Monetary Policy Strategy. *Swiss Society of Economics and Statistics*. 2010. Vol. 146 (1). P. 9-90.
64. Kayıkçı F., Kaplan S. Inflation Targeting in Turkey. *Theoretical Economics Letters*. 2019. № 9. P. 2217-2228.
65. Keeler J. P. Empirical Evidence on the Austrian Business Cycle Theory. *The Review of Austrian Economics*. 2001. Vol. 14(4). P. 331-351.
66. Keida J. Following the Taylor Rule: Has the Fed Learned from Its Own “Success”? *Cato Working Paper*. 2023. № 77. P. 1-13.
67. King M. Twenty years of inflation targeting. The Stamp Memorial Lecture, London School of Economics. Bank of England. 2012. P. 1-23.
68. Kotlan V., Navratil D. Inflation Targeting as a Stabilisation Tool: Its Design and Performance in the Czech Republic. *Czech Journal of Economics and Finance*. 2003. №53. P. 220-242.

69. Kurihara Y. Inflation Targeting and the Role of the Exchange Rate: The Case of the Czech Republic. *International Business Research*. 2012. Vol. 5. No. 3. P. 33-39.

70. Kydland F. E. The Role of Money in a Business Cycle Model. Institute for Empirical Macroeconomics Federal Reserve Bank of Minneapolis, Discussion Paper 23, December 1989. P. 1-30.

71. Kydland F., Prescott's E. Contribution to Dynamic Macroeconomics: The Time Consistency of Economic Policy and the Driving Forces Behind Business Cycles. Advanced information on the Bank of Sweden Prize in Economic Sciences in Memory of Alfred Nobel. 11 October 2004. URL: <https://www.nobelprize.org/uploads/2018/06/advanced-economicsciences2004.pdf>

72. Kydland F., Prescott's E. Contribution to Dynamic Macroeconomics: The Time Consistency of Economic Policy and the Driving Forces Behind Business Cycles. *Advanced information on the Bank of Sweden Prize in Economic Sciences in Memory of Alfred Nobel*. 11 October 2004. URL: <https://www.nobelprize.org/uploads/2018/06/advanced-economicsciences2004.pdf>

73. Kydland F.E., Prescott E.C. Business Cycles: Real Facts and a Monetary Myth. Federal Reserve Bank of Minneapolis. *Quarterly Review*. 1990. Vol. 14, No. 2. P. 3-18.

74. Kydland F.E., Prescott E.C. Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. *The Journal of Political Economy*. 1977. Vol. 85(3). P. 473-492.

75. Laubach T., Posen A.S. Disciplined Discretion: Monetary Targeting in Germany and Switzerland. *Essays in International Finance*. Princeton University. 1997. № 206. P. 1-44.

76. Lee J., Song J. Nature of Oil Price Shocks and Monetary Policy. *NBER Working Paper Series*. 2009. Vol. 15306. P. 1-34. URL: <https://ssrn.com/abstract=1469103>

77. Levin A.T., Sinha A. Limitations on the Effectiveness of Monetary Policy Forward Guidance in the Context of the COVID-19 Pandemic. *NBER Working Paper Series*. 2020. Vol. 27748. P. 1-33. URL: <https://ssrn.com/abstract=3683624>

78. Lima E.C.R., Maka A., Mendoca M. Monetary Policy Regimes in Brazil. Discussion paper. Institute for Applied Economic Research. Brasilia: Rio de Janeiro: Ipea. 2007. P. 7-22.
79. Lokshin M., Kolchin V., Ravallion M. Scarred but Wiser: World War 2's COVID Legacy. *NBER Working Paper Series*. 2020. Vol. 28291. P. 1–28. URL: <http://www.nber.org/papers/w28291>
80. Lucas R.E. Expectations and the Neutrality of Money. *Journal of Economic Theory*. 1972. № 4. P. 103-124.
81. Lucas R.E. Jr. Understanding Business Cycles. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy (Palgrave, London)*. 1997. Vol. 5(1). P. 7-29.
82. Luther W.J., Cohen M. An Empirical Analysis of the Austrian Business Cycle Theory. *International Atlantic Economic Society*. 2014. P. 153-169.
83. Mankiw G. Real Business Cycles: A New Keynesian Perspective. *Journal of Economic Perspectives*. 1989. Vol. 3(3). P. 79-90.
84. Manuelli R.E. Modern Business Cycle Analysis: A Guide to the Prescott-Summers Debate. Federal Reserve Bank of Minneapolis. *Quarterly Review*. 1986. Vol.10. No.4. P. 3-8.
85. McCallum B.T. Misconceptions Regarding Rules vs. Discretion for Monetary Policy. *Cato Journal*. 2004. Vol. 23 (3). P. 365-372.
86. McGrattan E.R. Real Business Cycles. Federal Reserve Bank of Minneapolis. Research Department Staff Report 370. 2006. P. 1-11.
87. Meltzer A.H. Federal Reserve Policy in the Great Recession. *Cato Journal*. 2012. Vol. 32 (2). P. 255-263.
88. Michael D. Bordo An Historical Perspective on the Crisis of 2007-2008. *NBER Working Paper Series*. 2008. No. 14569. P. 1-24.
89. Michael D. Bordo An Historical Perspective on the Quest for Financial Stability and the Monetary Policy Regime. *Economics Working Paper*. 2017. No. 17108. P. 1-91.
90. Michael D. Bordo, Pierre L. Siklos Central Bank Credibility before and after the Crisis. *NBER Working Paper Series*. 2015. No. 21710. P. 1-41.

91. Michael D. Bordo, Pierre L. Siklos Central Bank Credibility, Reputation and Inflation Targeting in Historical Perspective. *NBER Working Paper Series*. 2014. No. 20693. P. 1-98.

92. Mishkin F. S. Monetary Policy and Short-Term Interest Rates: An Efficient Markets – Rational Expectations Approach. *NBER Working Paper Series*. 1981. No 693. P. 1-44.

93. Mishkin F.S. Anatomy of a Financial Crisis. *NBER Working Paper Series*. 1991. No 3934. P. 1-28.

94. Mishkin F.S. From Monetary Targeting to Inflation Targeting: Lessons from the Industrialized Countries. *Columbia Business School*. Finance. 2001. October. NBER. P. 1-44.

95. Mishkin F.S. Lessons from the Asian Crisis. *Journal of International Money and Finance*. 1999. Vol. 18. P. 709–723. URL: https://cms-content.bates.edu/prebuilt/mishkin_2.pdf

96. Mishkin F.S. Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis. *NBER Working Paper Series*. 2011. No. 16755. P. 1-62.

97. Monetary Policy and Liraization Strategy for 2023. 30 December 2022. URL: https://tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/1c1885ca-b730-452a-86d3-c22b33dc0eac/2023%2BPara%2BPolitikasi%2Bve%2BLiralasma%2BStratejisi_123022_0945_ENG.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-1c1885ca-b730-452a-86d3-c22b33dc0eac-otbbCvU

98. Monetary Policy Report. (May 2020). *Monetary Policy Committee*. *Bank of England*, 1–63. www.bankofengland.co.uk/report/2020/monetary-policy-report-financial-stability-report-may-2020

99. Monetary Policy Report. (May 2021). *Monetary Policy Committee*. *Bank of England*, 1–49. www.bankofengland.co.uk/monetary-policy-report/2021/may-2021

100. Monetary Policy Report. (May 2022). *Monetary Policy Committee*. *Bank of England*, 1–112. www.bankofengland.co.uk/monetary-policyreport/2022/may-2022.

101. Monetary Policy Report. (November 2022). *Monetary Policy Committee. Bank of England*, 1–44. www.bankofengland.co.uk/monetary-policyreport/2022/november-2022
102. Monetary Policy Report. *Monetary Policy Committee. Bank of England*. 2020. P. 1–53. URL: <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/monetary-policy-report/2020/august/monetary-policy-report-august-2020>
103. Monetary Policy Report. *Monetary Policy Committee. Bank of England*. 2021. P. 1–46. URL: www.bankofengland.co.uk/monetary-policy-report/2021/february-2021
104. Monetary Policy Report. *Monetary Policy Committee. Bank of England*. January 2020. P. 1–48. URL: www.bankofengland.co.uk/monetary-policy-report/2020/january-2020
105. Monetary Policy Report. Spring 2022. Czech National Bank. 12 May 2022. 49 p.
106. Monetary Policy Report. Summer 2022. Czech National Bank. 11 August 2022. 49 p.
107. Monetary Policy Summary and minutes of the Monetary Policy Committee meeting ending on 01 February 2023. Bank of England. 2023. URL: <https://www.bankofengland.co.uk/monetary-policy-summary-and-minutes/2023/february-2023>
108. Monetary Policy Summary and minutes of the Monetary Policy Committee meeting ending on 10 May 2023. *Bank of England*. 2023. URL: <https://www.bankofengland.co.uk/monetary-policy-summary-and-minutes/2023/may-2023>
109. Nelson E. Friedman and Taylor on Monetary Policy Rules: A Comparison. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, March. 2008. Vol. 90(2). P. 95-116.
110. Nikolaychuk, S., Sholomytskyi, Y. Using Macroeconomic Models for Monetary Policy in Ukraine. *Visnyk of the National Bank of Ukraine*. 2015. Vol. 233. P. 54-64. URL: <https://doi.org/10.26531/vnbu2015.233.054>

111. Obstfeld M. Exchange Rates, Inflation, and the Sterilization Problem: Germany, 1975-1981. *NBER Working Paper Series*. 1982. № 963. P. 1-44.
112. Official cite of Banco Central do Brasil. URL: <https://www.bcb.gov.br/en>
113. Official cite of Bank of England. 2024. URL: <https://www.bankofengland.co.uk/>
114. Official cite of Central Bank of the Republic of Türkiye. URL: <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/en/tcmb+en>
115. Official cite of Czech National Bank. URL: <https://www.cnb.cz/en/>
116. Ohlsson H. Monetary policy and inflation in times of war. *Department of Economic History, Uppsala University*. 2022. P. 1–14. URL: <https://www.riksbank.se/globalassets/media/tal/engelska/ohlsson/2022/ohlsson---monetary-policy-and-inflation-in-times-of-war.pdf>
117. Orphanides A. Improving Monetary Policy by Adopting a Simple Rule. *Cato Journal*. 2018. Vol. 38 (1). P. 139-146.
118. Orphanides A. Independent Central Banks and the Interplay between Monetary and Fiscal Policy. *International Journal of Central Banking*. 2018. Vol. 14 (3). P. 447-470.
119. Orphanides A. Monetary Policy and the Great Inflation. Finance and Economics Discussion Series. *Board of Governors of the Federal Reserve System*, Washington, D.C. January 2002. P. 1-11.
120. Park Y.C., Lee J-W. Recovery and Sustainability in East Asia. *NBER Working Paper Series*. 2001. Vol. 8373. P. 1-64. URL: <https://www.nber.org/system/files/chapters/c9654/c9654.pdf>
121. Plosser C. Understanding Real Business Cycles. *Journal of Economic Perspectives*. Vol. 3. No. 3. P. 51-77.
122. Poole W. Monetary Control and the Political Business Cycle. *Cato Journal*. 1986. Vol. 5. No. 3 P. 685-699.
123. Prescott E.C. Business Cycle Research: Methods and Problems. Federal Reserve Bank of Minneapolis, Working Paper 590. October 1998. P. 1-28.

124. Quarterly Inflation Report. Banco Central do Brasil. 2023. URL: <https://www.bcb.gov.br/en/publications/inflationreportpres>
125. Radelet S., Sachs J. The Onset of the East Asian Financial Crisis. *NBER Working Paper Series*. 1998. Vol. 6680. P. 1–81. URL: <https://www.nber.org/system/files/chapters/c8691/c8691.pdf>
126. Report on monetary policy in 2022. *Narodowy Bank Polski*. 2023. P. 2-47. URL: <https://nbp.pl/wp-content/uploads/2023/05/Report-on-monetary-policy-in-2022.pdf>
127. Rich G. Monetary Policy without Central Bank Money: A Swiss Perspective. *Conference on the Future of Monetary Policy*. World Bank, Washington D.C. 2000. July 11. P. 1-38.
128. Rogoff K. The Long-Lasting Economic Chock of War. *Analytical Series. International Monetary Fund*. 2022. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/fandd/issues/2022/03/the-long-lasting-economic-shock-of-war>
129. Salerno J. A Reformulation of Austrian Business Cycle Theory in Light of the Financial Crisis. *Quarterly Journal of Austrian Economics*. 2012. Vol. 17, No. 1. P. 1-50.
130. Saravia J.A. Menger Waves and the Austrian Business Cycle Theory. *Documentos de trabajo Economia y Finanzas*. 2013. No. 13-27. P. 1-23.
131. Schaffer M. Labor Market Effects in the Austrian Business Cycle Theory. *The Quarterly Journal of Austrian Economics*. 2017. Vol. 20. № 3. P. 224-254.
132. Schwartz A. J. Asset Price Inflation and Monetary Policy. *NBER Working Paper Series*. 2002. No. 9321. November. P. 1-26.
133. Schwarz A.J. Asset Price Inflation and Monetary Policy. *NBER Working Paper Series*. 2002. No. 9321. P. 1-26.
134. Selgin G. Real and Pseudo Monetary Rules. *Cato Journal*. 2016. Vol. 36 (2). P. 279-296.

135. Selgin G. The fiscal and monetary response to COVID-19: What the Great Depression has – and hasn't – taught us. *Economic Affairs*. 2022. Vol. 41(1). P. 3–20. URL: <https://doi.org/10.1111/ecaf.12443>
136. Sims C.A. Comparison of Interwar and Postwar Cycles: Monetarism Reconsidered. *NBER Working Paper Series*. 1980. No. 430. P. 1-21.
137. Smidkova K., Bulir A., Cihak M. Hits and Misses: Ten Years of Czech Inflation Targeting. *Czech Journal of Economics and Finance*. 2008. № 58. P. 398-405.
138. Smith B.D. A Business Cycle Model with Private Information. Federal Reserve Bank of Minneapolis, Working Paper 232, July 1985. pp. 1-41.
139. Solow R.M. A Contribution to the Theory of Economic Growth. *The Quarterly Journal of Economics*. 1956. Vol. 70. No. 1. P. 65-94.
140. Sprinkel B.W. Monetary Policy and the Business Cycle. *Cato Journal*. 1986. Vol. 6. No. 2. P. 365-367.
141. Stephen G. Cecchetti, Hans Genberg, Sushil Wadhvani Asset Prices in a Flexible Inflation Targeting Framework. NBER Working Paper Series. 2002. No. 8970. P. 1-22.
142. Swiss National Bank. Quarterly Bulletin. 2022. Vol. 40. P. 3–43. URL: https://www.snb.ch/en/publications/quarterly-bulletin/2022/03/quartbul_2022_1_komplett
143. Taylor J.B. An Exit Rule for Monetary Policy. Testimony before the Committee on Financial Services U.S. House of Representatives, 25 March 2010. *Discussion Papers, Stanford Institute for Economic Policy Research*. 2010. № 09-009. P. 1-13.
144. Taylor J.B. Discretion versus policy rules in practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*. 1993. Vol. 39. P. 195-214.
145. Taylor J.B. Estimation and Control of a Macroeconomic Model with Rational Expectations. *Econometrica*. 1979. Vol. 47 (5). P. 1267-1286.
146. Taylor J.B. Legislating a Rule for Monetary Policy. *Cato Journal*. 2011. Vol. 31 (3). P. 1-9.

147. Taylor J.B. The Cycle of Rules and Discretion in Economic Policy. *National Affairs*. 2011. Spring. P. 55-65.
148. Taylor J.B. The Effectiveness of Central Bank Independence vs. Policy Rules. *Business Economics*. 2013. Vol. 48 (3). P. 155-162.
149. Taylor J.B. The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong. *NBER Working Paper Series*. 2009. No. 14631. P. 1-30.
150. Taylor J.B. The Need to Return to a Monetary Framework. *Business Economics*. 2009. Vol. 43 (2). P. 1-24.
151. Tödter K-H, Ziebarth G. Price Stability vs. Low Inflation in Germany: an Analysis of Costs and Benefits. *NBER Working Paper Series*. 1997. № 6170. P. 1-67.
152. Wong Y.C.R. Lessons from the Asian Financial Crisis. *Cato Journal*, 1999. Vol. 18 (3). P. 391–398.
153. Young A.T. Austrian Business Cycle Theory: A Modern Appraisal. *Oxford Handbook of Austrian Economics*. 2012. P. 1-46.
154. Zarnowitz V. Theory and History Behind Business Cycles: Are the 1990s the Onset of a Golden Age? *NBER Working Paper Series*. 1999. No. 7010. P. 1-51.
155. Zholud O., Lepushynskiy V., Nikolaychuk S. The Effectiveness of the Monetary Transmission Mechanism in Ukraine since the Transition to Inflation Targeting. *Visnyk of the National Bank of Ukraine*. 2019. Vol. 247. P. 19-37. URL: <https://doi.org/10.26531/vnbu2019.247.02>
156. Канеман Д. Мислення швидке і повільне / пер. з англ. Максим Яковлєв. 7-ме вид. К.: Наш Формат, 2023. 480 с.
157. Лепушинський В. Роль монетарної політики під час війни та в післявоєнному відновленні. Національний банк України. 02 червня 2023 року. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Lepushynskiy_pr_01-02.06.2023.pdf?v=4
158. Лепушинський В. Стратегічний документ з монетарної політики в умовах запровадження в Україні інфляційного таргетування. *Вісник Національного банку України*. 2015. №9. С. 25-39.

159. Огорілко Ю. М. Дефляція як виклик монетарній політиці в умовах золотого стандарту. *Сучасні тренди розвитку світового господарства в умовах новітніх глобальних викликів*: матеріали Всеукраїнської науково-практичної конференції (м. Одеса, 17 листопада 2023 р.) / відп. за випуск д.е.н., проф. С. О. Якубовський. – Львів-Торунь : Liha-Pres, 2023. С. 27-30. DOI: <https://doi.org/10.36059/978-966-397-333-3-6>

160. Огорілко Ю. М. Проблеми реалізації монетарної політики у період функціонування Бреттон-Вудської системи. *Реформування фінансово-економічної системи країни в контексті міжнародного співробітництва*: матеріали доповідей Міжнародної науково-практичної конференції (м. Ужгород, 15-16 грудня 2023 року) / За заг. ред.: М. М. Палінчак, В. П. Приходько, В. В. Химинець та ін. – Львів-Торунь : Liha-Pres, 2023. С. 53-56. DOI: <https://doi.org/10.36059/978-966-397-336-4-13>

161. Огорілко Ю. М. Становлення принципу заборони фінансування державного бюджету національним банком України. *Трансформація національної моделі фінансово-кредитних відносин: виклики глобалізації та регіональні аспекти*: збірник матеріалів VIII Всеукраїнської науково-практичної конференції (м. Ужгород, 1 грудня 2023 р.). – Ужгород: ДВНЗ «УжНУ», 2023. С. 236-238.

162. Огорілко Ю. М. Фінансування дефіциту державного бюджету як загроза незалежності НБУ. *Реформування економіки в контексті міжнародного співробітництва: механізми та стратегії*: матеріали доповідей Міжнародної науково-практичної конференції (м. Запоріжжя, 6-7 березня 2024 р.). – Львів-Торунь: Liha-Pres, 2024. С. 47-52.

163. Огорілко Ю. М. Інфляція як мірило незалежності центральних банків. *Бізнес-інформ*. 2024. №4. С. 187-198. DOI: <https://doi.org/10.32983/2222-4459-2024-4-187-198>

164. Огорілко Ю. М. Кейнсіанська критика незалежності центральних банків. *Проблеми системного підходу в економіці*. 2024. Вип. 2(95). С. 44-50. DOI: <https://doi.org/10.32782/2520-2200/2024-2-6>

165. Огорілко Ю. М. Таргетування інфляції в системі монетарних режимів центральних банків: ретроспективний огляд. *Бізнес-інформ*. 2023. №6. С. 6-11. DOI: <https://doi.org/10.32983/2222-4459-2023-6-6-11>
166. Офіційний сайт Macrotrends LLC (2024). Режим доступу: www.macrotrends.net
167. Офіційний сайт Statista (2024). Режим доступу: www.statista.com
168. Офіційний сайт Trading Economics (2024). Режим доступу: <https://tradingeconomics.com/>
169. Офіційний сайт Державної служби статистики України. Режим доступу: <https://www.ukrstat.gov.ua/>
170. Офіційний сайт Української біржі (2024). Індекс українських акцій (індекс UX). Режим доступу: <https://www.ux.ua/ua/index/ux/>
171. Офіційний сайт Федерального резервного банку Сент-Луїса (2024). Режим доступу: <https://www.stlouisfed.org/>
172. Статистика фінансового сектору (2024). Офіційний сайт Національного банку України. Режим доступу: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial>
173. Талер Р. Поведінкова економіка. Чому люди діють ірраціонально і як отримати з цього вигоду / пер. з англ. Світлана Крикуненко. 3-тє вид. К.: Наш Формат. 2022. 464 с.
174. Школьник І. О., Огорілко Ю. М. Міжнародний досвід і впровадження монетарного режиму інфляційного таргетування в Україні. *Проблеми економіки*. 2023. №3. С. 227–236. DOI: <https://doi.org/10.32983/2222-0712-2023-3-227-236>
175. Школьник І., Огорілко Ю. Екзогенні шоки та монетарна політика центральних банків. *Financial and Credit Activity Problems of Theory and Practice*. 2024. №3(56). С. 9–23. DOI: <https://doi.org/10.55643/fcaptp.3.56.2024.4354>

176. Школьник І., Огорілко Ю. Роль монетарної політики в концепціях ділових циклів. *Сталий розвиток економіки*. 2024. 2(49). С. 107-117. DOI: <https://doi.org/10.32782/2308-1988/2024-49-17>

ДОДАТКИ

ДОДАТОК А
СПИСОК ОПУБЛІКОВАНИХ ПРАЦЬ

Публікації в наукових фахових виданнях України

1. Школьник І., Огорілко Ю. Роль монетарної політики в концепціях ділових циклів. *Сталий розвиток економіки*. 2024. 2(49). С. 107-117. DOI: <https://doi.org/10.32782/2308-1988/2024-49-17> (1,02 друк. арк.). *Особистий внесок: обґрунтовано роль монетарної політики та показників, які характеризують виробничу сферу економіки (реальні бізнес-цикли) в концепціях ділових циклів, досліджено вплив економічної кризи 2008-2009 років та пандемії COVID-19 на відродження інтересу до інтерпретацій ділових циклів (0,85 друк. арк.). Внесок Школьник І. О.: досліджено підходи до розуміння природи ділових циклів (0,17 друк. арк.).*

2. Школьник І., Огорілко Ю. Екзогенні шоки та монетарна політика центральних банків. *Financial and Credit Activity Problems of Theory and Practice*. 2024. №3(56). С. 9–23. DOI: <https://doi.org/10.55643/fcaptp.3.56.2024.4354> (Scopus, WOS) (1,42 друк. арк.). *Особистий внесок: визначено вплив екзогенних шоків, які відбувались у різні історичні періоди, на розвиток монетарної політики центральних банків, узагальнено ключові завдання центральних банків у часи екзогенних шоків в контексті забезпечення ліквідності банківського сектору та запобігання панікам (1,2 друк. арк.). Внесок Школьник І. О.: визначено характерні ознаки процесу реагування центральних банків на екзогенні шоки (0,4 друк. арк.).*

3. Школьник І. О., Огорілко Ю. М. Міжнародний досвід і впровадження монетарного режиму інфляційного таргетування в Україні. *Проблеми економіки*. 2023. №3. С. 227–236. DOI: <https://doi.org/10.32983/2222-0712-2023-3-227-236> (0,94 друк. арк.). *Особистий внесок: проведено порівняльний аналіз міжнародного досвіду та досвіду України щодо впровадження монетарного режиму таргетування*

інфляції (0,8 друк. арк.). *Внесок Школьник І. О.: визначено ключові особливості застосування монетарного режиму таргетування інфляції (0,14 друк. арк.).*

4. Огорілко Ю. М. Таргетування інфляції в системі монетарних режимів центральних банків: ретроспективний огляд. *Бізнес-інформ*. 2023. №6. С. 6-11. DOI: <https://doi.org/10.32983/2222-4459-2023-6-6-11> (0,59 друк. арк.). *Особистий внесок: визначено місце таргетування інфляції в системі монетарних режимів центральних банків та окреслено основні його характеристики у процесі історичного розвитку (0,59 друк. арк.).*

5. Огорілко Ю. М. Інфляція як мірило незалежності центральних банків. *Бізнес-інформ*. 2024. №4. С. 187-198. DOI: <https://doi.org/10.32983/2222-4459-2024-4-187-198> (1,04 друк. арк.). *Особистий внесок: досліджено процес становлення сучасної парадигми незалежності центральних банків, визначено роль інфляції у ньому, узагальнено критерії незалежності та визначення динаміки показників автономності монетарних інституцій (1,04 друк. арк.).*

6. Огорілко Ю. М. Кейнсіанська критика незалежності центральних банків. *Проблеми системного підходу в економіці*. 2024. Вип. 2(95). С. 44-50. DOI: <https://doi.org/10.32782/2520-2200/2024-2-6> (0,83 друк. арк.). *Особистий внесок: проведено порівняльний кейнсіанського та сучасного підходів до формування парадигми незалежності центральних банків (0,83 друк. арк.).*

Тези доповідей на наукових конференціях

7. Огорілко Ю. М. Проблеми реалізації монетарної політики у період функціонування Бреттон-Вудської системи. *Реформування фінансово-економічної системи країни в контексті міжнародного співробітництва: матеріали доповідей Міжнародної науково-практичної конференції (м. Ужгород, 15-16 грудня 2023 року) / За заг. ред.: М. М. Палінчак, В. П. Приходько, В. В. Химинець та ін. – Львів-Торунь : Liha-Pres, 2023. С. 53-56. DOI: <https://doi.org/10.36059/978-966-397-336-4-13> (0,27 друк. арк.). *Особистий внесок: визначено ключові проблеми реалізації монетарної політики у період функціонування Бреттон-Вудської системи, узагальнено етапи історичного**

розвитку Бреттон-Вудської системи через призму дослідження механізмів монетарної взаємодії (0,27 друк. арк.)

8. Огорілко Ю. М. Дефляція як виклик монетарній політиці в умовах золотого стандарту. *Сучасні тренди розвитку світового господарства в умовах новітніх глобальних викликів*: матеріали Всеукраїнської науково-практичної конференції (м. Одеса, 17 листопада 2023 р.) / відп. за випуск д.е.н., проф. С. О. Якубовський. – Львів-Торунь : Liha-Pres, 2023. С. 27-30. DOI: <https://doi.org/10.36059/978-966-397-333-3-6> (0,22 друк. арк.). *Особистий внесок: досліджено природу, механізми та основні виклики функціонування системи золотого стандарту, визначено взаємозв'язок між порушенням правил функціонування системи та посиленням монетарної дефляції (0,22 друк. арк.)*.

9. Огорілко Ю. М. Становлення принципу заборони фінансування державного бюджету національним банком України. *Трансформація національної моделі фінансово-кредитних відносин: виклики глобалізації та регіональні аспекти*: збірник матеріалів VIII Всеукраїнської науково-практичної конференції (м. Ужгород, 1 грудня 2023 р.). – Ужгород: ДВНЗ «УжНУ», 2023. С. 236-238. (0,16 друк. арк.). *Особистий внесок: проведено аналіз етапів становлення Національного банку України в умовах економічної кризи початку 1990-х років, досліджено вплив законодавчих заборон та політичного тиску на його незалежність (0,16 друк. арк.)*.

10. Огорілко Ю. М. Фінансування дефіциту державного бюджету як загроза незалежності НБУ. *Реформування економіки в контексті міжнародного співробітництва: механізми та стратегії*: матеріали доповідей Міжнародної науково-практичної конференції (м. Запоріжжя, 6-7 березня 2024 р.). – Львів-Торунь: Liha-Pres, 2024. С. 47-52. (0,19 друк. арк.). *Особистий внесок: досліджено вплив екзогенних факторів, зокрема широкомасштабного російського вторгнення, на монетарну політику та незалежність Національного банку України, проведено аналіз специфіки використання монетизації дефіциту державного бюджету як інструменту підтримки економіки в умова війни (0,19 друк. арк.)*.

ДОДАТОК Б

Таблиця Б.1 – Вихідні дані для оцінювання впливу інструментів монетарної політики на економічні флуктуації

Рік	CRNV	DNFV	M3	DUPNV	DFPNV	AR	DC	RO	IR	CEU	CUSA	GDP	UnrmpR	LaborForce	IndexUK	CSI	CSPPI	IPI
2005	16,4	6,8	194 070,5	0	0	9,50	0	0	110,3	6,1	5,1	1,03	7,80%	62,31	817,1969	55,1	1,11	110,6
2006	15,4	5,8	261 063,4	8	8	8,50	0	0	111,6	6,3	5,1	1,07	7,40%	62,16	848,6276	55,6	1,26	111,6
2007	14,4	5,8	396 156,4	0	0	8,00	0	0	116,6	6,9	5,1	1,08	6,90%	62,64	869,5814	55,4	1,33	113,5
2008	17,8	5,4	515 727,1	1,0	1,0	11,00	0	0	122,3	7,7	5,1	1,02	6,90%	63,33	880,0582	51	1,37	110,6
2009	20,9	9,2	487 298,23	0	0	10,63	0	0	112,3	11,3	5,3	0,85	9,60%	63,33	1047,688	49,8	1,02	112,2
2010	15,7	7,9	597 871,6	0	0	8,58	0	0	109,1	10,5	7,9	1,04	8,80%	63,70	2019,095	52,4	1,19	103,4
2011	16,0	5,5	685 514,6	0	0	7,75	0	0	104,6	11,1	8,0	1,06	8,60%	64,30	2139,931	54,5	1,21	94,4
2012	18,4	5,7	773 198,6	0	0	7,50	0	0	99,8	10,3	8,0	1,02	8,10%	64,60	2139,931	55,1	1,15	99,0
2013	16,6	5,9	908 994,3	0	0	6,75	0	0	100,5	10,6	8,0	1,08	7,70%	64,96	888,783	58,7	1,07	82,8
2014	17,6	6,7	956 727,7	0	0	12,00	250	100	124,9	15,7	11,9	0,97	9,70%	62,36	1090,597	51,4	1,05	98,4
2015	21,8	6,7	994 062,0	3,25	3,25	24,63	260	110	143,3	24,2	21,8	1,05	9,50%	62,36	947,338	52,6	1,29	103,1
2016	18,5	4,7	1 102 700,2	6,5	6,5	16,33	270	115	112,4	28,3	25,5	1,42	9,70%	62,15	703,1664	55,4	1,18	97,1
2017	16,4	3,2	1 208 859,3	6,5	6,5	13,38	280	120	113,7	30,0	26,6	1,20	9,90%	62,00	1076,799	56,8	1,27	95,3
2018	19,1	2,4	1 277 635,4	6,5	6,5	17,13	290	130	109,8	32,1	27,2	1,26	9,10%	62,59	1650,031	60,5	1,26	91,7
2019	19,8	2,4	1 438 310,9	6,5	6,5	16,00	300	140	104,1	28,9	25,8	1,19	8,60%	56,32	1619,572	83,0	1,19	104,5
2020	14,1	1,6	1 850 007,4	6,5	6,5	8,75	310	150	105,0	30,8	27,0	1,04	9,90%	55,09	1392,424	71,0	1,04	97,8
2021	13,3	0,8	2 071 358,0	0	0	7,90	320	160	110,0	32,3	27,3	1,14	10,30%	54,64	1825,059	69,6	1,22	55,3
2022	18,5	0,9	2 501 621,4	0	0	17,50	330	170	126,6	34,0	32,4	0,89	21,10%	48,1	1623,044	79,1	1,15	82,4
2023	22,0	0,7	3 077 185,2	9	15	18,25	340	180	105,1	39,6	36,6	1,43	18,3	46,5	1664,345	84,3	1,15	80,6

Таблиця Б.2 – Нормалізовані значенні індикаторів

Рік	CRNV	DNFV	M3	DUPNV	DFPNV	AR	DC	RO	IR	CEU	CUSA
2005	-0,474	0,883	-1,226	-0,839	-0,762	-0,546	-1,044	-1,017	-0,238	-1,218	-1,080
2006	-0,852	0,464	-1,137	1,535	1,176	-0,755	-1,044	-1,017	-0,111	-1,199	-0,983
2007	-1,259	0,463	-0,958	-0,839	-0,762	-0,860	-1,044	-1,017	0,377	-1,150	-1,080
2008	0,111	0,327	-0,800	-0,543	-0,519	-0,232	-1,044	-1,017	0,933	-1,076	-1,080
2009	1,390	1,821	-0,838	-0,839	-0,762	-0,311	-1,044	-1,017	-0,043	-0,762	-1,060
2010	-0,764	1,323	-0,692	-0,839	-0,762	-0,738	-1,044	-1,017	-0,355	-0,826	-0,815
2011	-0,638	0,332	-0,576	-0,839	-0,762	-0,912	-1,044	-1,017	-0,794	-0,776	-0,812
2012	0,360	0,444	-0,460	-0,839	-0,762	-0,965	-1,044	-1,017	-1,263	-0,849	-0,810
2013	-0,365	0,496	-0,280	-0,839	-0,762	-1,122	-1,044	-1,017	-1,194	-0,819	-0,810
2014	0,042	0,850	-0,217	-0,839	-0,762	-0,023	0,637	0,388	1,187	-0,363	-0,450
2015	1,765	0,828	-0,168	0,125	0,025	2,620	0,704	0,529	2,983	0,389	0,460
2016	0,418	0,018	-0,024	1,089	0,813	0,884	0,771	0,599	-0,033	0,751	0,802
2017	-0,476	-0,571	0,116	1,089	0,813	0,265	0,838	0,670	0,094	0,904	0,898
2018	0,657	-0,904	0,207	1,089	0,813	1,050	0,906	0,810	-0,287	1,093	0,953
2019	0,924	-0,900	0,420	1,089	0,813	0,814	0,973	0,951	-0,843	0,809	0,828
2020	-1,382	-1,236	0,964	1,089	0,813	-0,703	1,040	1,091	-0,755	0,974	0,932
2021	-1,723	-1,539	1,257	-0,839	-0,762	-0,881	1,107	1,232	-0,267	1,108	0,961
2022	0,419	-1,500	1,826	-0,839	-0,762	1,128	1,175	1,373	1,353	1,258	1,428
2023	1,846	-1,600	2,587	1,831	2,871	1,285	1,242	1,513	-0,745	1,752	1,814

Продовження таблиці Б.2

Рік	GDP	UnrmpR	LaborForce	IndexUK	CSI	CSPPI	IPI
2005	-0,448	-0,240	0,402	-1,080	-0,509	-0,777	0,971
2006	-0,163	-0,241	0,374	-1,013	-0,463	0,837	1,043
2007	-0,122	-0,242	0,465	-0,969	-0,481	1,473	1,179
2008	-0,502	-0,242	0,594	-0,947	-0,889	1,906	0,971
2009	-1,662	-0,235	0,595	-0,593	-1,000	-1,683	1,086
2010	-0,380	-0,237	0,664	1,458	-0,759	0,034	0,454
2011	-0,285	-0,238	0,778	1,713	-0,565	0,307	-0,192
2012	-0,522	-0,239	0,834	1,713	-0,509	-0,334	0,139
2013	-0,104	-0,240	0,902	-0,928	-0,175	-1,244	-1,024
2014	-0,877	-0,235	0,411	-0,502	-0,852	-1,436	0,095
2015	-0,334	-0,236	0,411	-0,805	-0,741	1,081	0,433
2016	2,207	-0,235	0,372	-1,320	-0,481	-0,031	0,002
2017	0,713	-0,235	0,343	-0,532	-0,351	0,891	-0,127
2018	1,111	-0,236	0,454	0,679	-0,008	0,772	-0,386
2019	0,645	-0,238	-0,729	0,614	2,076	0,065	0,533
2020	-0,395	-0,235	-0,961	0,135	0,968	-1,481	0,052
2021	0,310	-0,234	-1,046	1,048	0,835	0,416	-2,999
2022	-1,432	-0,207	-2,280	0,622	1,712	-0,399	-1,052
2023	2,241	4,243	-2,582	0,709	2,195	-0,399	-1,181

ДОДАТОК В

Акт впровадження (використання) результатів дисертаційної роботи у навчальний процес Сумського Державного університету



АКТ впровадження результатів дисертаційної роботи у навчальний процес

Економічні флуктуації під впливом монетарної політики

яка виконана в період з жовтня 2022 р. по листопад 2024 р.

удосконалено науково-методичні засади формування державної політики управління економічними флуктуаціями, які базуються на системному аналізі специфіки взаємодії макроекономічних чинників та врахуванні їх багаторівневого впливу на економічну систему та специфіки сучасних економічних умов.

Керівник – д.е.н., проф. Інна ШКОЛЬНИК.

Здобувач наукового ступеня доктора філософії – Юрій ОГОРІЛКО

Комісія в складі:

Голова комісії: голова ради з якості ННІ бізнесу, економіки та менеджменту, к.е.н., доцент Людмила ХОМУТЕНКО

Члени комісії:

гарант освітньої програми «Банківська справа», доцент кафедри фінансових технологій та підприємництва, к.е.н., доцент Олена КРУХМАЛЬ;
доцент кафедри фінансових технологій та підприємництва, к.е.н., доцент Ольга ДЕЙНЕКА
доцент кафедри економіки, підприємництва та бізнес-адміністрування, к.е.н., доцент Юлія ЧОРТОК

Встановила, що результати науково-дослідної роботи використовуються в навчальному процесі за освітньою програмою «Банківська справа» освітнього ступеня бакалавр спеціальності 072 «Фінанси, банківська справа, страхування та фондовий ринок» шляхом реалізації наступного³⁾: в дисципліні «Гроші та кредит» за темою «Грошово-кредитне регулювання економіки» імплементовано науково-методичні засади формування державної політики управління економічними флуктуаціями, які базуються на системному аналізі специфіки взаємодії макроекономічних чинників (грошово-кредитної політики, інвестиційної активності, технологічного розвитку та структурних змін в економіці), врахуванні їх багаторівневого впливу на економічну систему (короткострокові чи довгострокові наслідки) та специфіки сучасних економічних умов (посилення глобалізаційних та інтеграційних процесів, зростання ролі інституційних факторів).

“ 29” листопада 2024 р.

Голова комісії:

Людмила ХОМУТЕНКО

Члени комісії:

Олена КРУХМАЛЬ

Ольга ДЕЙНЕКА

Юлія ЧОРТОК

ДОДАТОК Г

Акт про впровадження результатів дисертаційної роботи



N 025 від 14.11.2024р.

ДОВІДКА

про впровадження результатів дисертаційного дослідження
Огорілко Юрія Миколайовича
на тему: «Економічні флуктуації під впливом монетарної політики»

За результатами ознайомлення з основними положеннями дисертаційної роботи Огорілко Юрія Миколайовича, поданої на здобуття наукового ступеня доктора філософії за спеціальністю 051 «Економіка», фахівцями Відділення №1 ПУМБ в м.Суми прийнято до уваги розроблені пропозиції щодо оцінювання впливу змін процентних ставок та інших інструментів монетарної політики на споживчі настрої населення при визначенні планових показників споживчого кредитування в регіоні.

Керуючий
Відділення №1 ПУМБ в м.Суми



Заїкін С.М.