

[DOI: 10.26565/2786-4995-2024-2-11](https://doi.org/10.26565/2786-4995-2024-2-11)

УДК 338.246.2:336.74

**Сергій Ходакевич**

кандидат економічних наук, доцент,  
професор кафедри банківської справи  
та страхування  
Київський національний економічний  
університет імені Вадима Гетьмана,  
пр-т Берестейський 54/1, 03158, Україна,  
email: khs@kneu.edu.ua  
ORCID ID: [0000-0002-8951-2605](https://orcid.org/0000-0002-8951-2605)

**Дмитро Хохич**

кандидат економічних наук, доцент,  
доцент кафедри економічної теорії  
Київський національний економічний  
університет імені Вадима Гетьмана  
пр-т Берестейський 54/1, 03158, Україна,  
email: khokhych.dmytro@kneu.edu.ua  
ORCID ID: [0000-0003-3787-939X](https://orcid.org/0000-0003-3787-939X)

**Вадим Березовик**

кандидат економічних наук,  
директор ТОВ «Профін Консалтинг»,  
вул. Вишгородська, 45Б/1, 04114, Україна  
ORCID ID: [0009-0006-5350-3420](https://orcid.org/0009-0006-5350-3420)

## Монетарна політика кількісного пом'якшення (QE) та її вплив на інфляцію

**Анотація.** Актуальність дослідження обумовлена турбулентним розвитком європейських економік, що безпосередньо впливає на вибір режиму монетарної політики. Така політика характеризується кількісним пом'якшенням (QE) у відповідь на слабкий попит під час затяжної рецесії. Сьогодні європейські центральні банки продовжують використовувати QE та короткострокові процентні ставки як додаткові інструменти конвенційної політики з метою приборкання інфляції та стимулювання економічного зростання. *Метою статті* аналіз монетарної політики кількісного пом'якшення (QE) та її вплив на динаміку інфляції в європейських країнах. *Методологія дослідження* включає системний метод пізнання для з'ясування доцільності використання конвенційних та неконвенційних інструментів монетарної політики для подолання монетарних шоків рецесії; абстрактно-логічний метод для розуміння стратегії монетарної політики європейських центральних банків в посткризовий період, що ґрунтується на короткостроковому зниженні процентних ставок за режиму інфляційного таргетування; статистичний метод для аналізу динаміки показників інфляції національних економік. *Результати.* У статті представлено ретроспективний аналіз проведення монетарної політики кількісного пом'якшення (QE) та її вплив на інфляційні процеси європейських країн в середньостроковій перспективі. *Практичне значення* результатів дослідження полягає у оцінці наслідків застосування монетарної політики кількісного пом'якшення (QE) в розвинутих європейських країнах та аналізу відхилень прогнозних показників інфляції центробанків від її фактичних значень.

*Оригінальність статті* обумовлена необхідністю визначення перспективи застосування монетарної політики кількісного пом'якшення (QE) та її впливу на інфляційні процеси в посткризовий період. *Висновки.* Зниження процентних ставок та розширення бюджетних видатків стимулює сукупний попит, наслідком чого стає розкручування спіралі інфляції. Перехід до інфляційного таргетування та підвищення процентних ставок доволі рідко відбувається у нейтральній макроекономічній обстановці. На практиці, особливо коли йдеться про економіки, що розвиваються, посилення монетарної політики часто є реакцією влади на зовнішні шоки. Кризи даного типу супроводжуються різким стрибком девальвації, інфляції, зниженням ВВП, нестабільністю у фінансовому секторі та уповільненням темпів економічного зростання. Повномасштабне вторгнення росії в Україну вплинуло на економіку європейських країн. Невизначеність тривалості бойових дій стримує економічну активність. Перебої в торгівлі призводять до нового дефіциту матеріалів та виробничих ресурсів.



Зростання цін на енергоносії та сировину знижують попит та пропозицію. Розвиток європейської економіки вирішальною мірою залежатиме від того, як розвиватимуться події в Україні, під впливом зовнішніх санкцій країни-агресора та можливих подальших заходів. Водночас економічна активність все ще підтримується відновленням економіки після кризової фази пандемії. Інфляція значно зросла та залишалася високою протягом 2023 року, головним чином через різке зростання вартості енергоносіїв. Інфляційний тиск посилюється в багатьох секторах економіки.

**Ключові слова:** монетарна політика, інфляційне таргетування, конвенційні інструменти, процентна ставка, інфляція, центральний банк.

Табл.: 5, бібл.: 28

**Для цитування:** Ходакевич С., Хохич Д., Березовик В. Монетарна політика кількісного пом'якшення (QE) та її вплив на інфляцію. *Фінансово-кредитні системи: перспективи розвитку.* №2(13)2024. С. 116-131. DOI: <https://doi.org/10.26565/2786-4995-2024-2-11>

**Вступ.** В умовах турбулентності світової економіки полісімейкери й економісти постійно розмірковують над напрямом монетарної політики центральних банків та її впливу на макроекономічні показники. У часи затяжних криз і потужних шоків до цього питання прикута особлива увага, оскільки традиційні засади монетарної політики стикаються з новими викликами і перешкодами. Це стимулює центральні банки адаптувати свою стратегію до нових умов шляхом комбінування конвенційних та не конвенційних інструментів монетарної політики в напрямку досягнення прогностичних показників інфляції.

**Аналіз літератури та постановка задачі.** Деякі дослідники стверджують, що кількісне пом'якшення (QE) відіграло значну роль у постпандемічному зростанні інфляції в розвинених країнах [1]. Однак центральні банки були змушені пом'якшити політику у відповідь на слабкий попит під час пандемії. Чи були б інфляційні наслідки іншими, якби центральні банки використовували традиційну монетарну політику? Відповідь залежить від дослідження та інструментів, що використовуються для аналізу монетарної політики. Хоча центральні банки, ймовірно, продовжуватимуть використовувати QE та короткострокові процентні ставки як додаткові інструменти політики, відносний вплив цих двох інструментів на інфляцію вивчався лише в кількох дослідженнях для США [2, 3]. Деякі з цих досліджень показують, що традиційна монетарна політика і QE мають приблизно однаковий вплив на інфляцію [4].

Дж. Ву та Ф. Чіа (2016) використовують методіку нейтральної процентної ставки, щоб дійти висновку, що конвенційна та неконвенційна монетарна політика мають подібний вплив на інфляцію [5]. С. Бу та Дж. Роджерс (2022) запропонували альтернативний показник, який враховує як традиційні, так і нетрадиційні шоки монетарної політики. На основі його аналізу дослідники дійшли аналогічного висновку для США [6]. Свенсон (2023) використовує фактори, отримані з кривої дохідності. Він приходить до висновку, що традиційна монетарна політика мала більший вплив на інфляцію, ніж QE [7]. С. Аруоба, М. Млікота, Ф. Шорфгайде та С. Віллальвазо (2022) спираються на три факторну SVAR-модель з обмеженням на випадковість. Вчені приходять до висновку, що інфляція демонструє сильнішу реакцію на нетрадиційну монетарну політику порівняно з традиційною, але лише після її впровадження [8]. Мавройдис (2021) використовує схожий підхід. На його думку, неконвенційна монетарна політика є менш ефективною, ніж конвенційна [9]. Загалом ці дослідження містять різні висновки стосовно того, чи має QE більший вплив на інфляцію, ніж традиційна монетарна політика. Наявність неоднозначних висновків щодо впливу QE на показники інфляції в розвинених економіках, а також застосування неконвенційних інструментів в країнах з ринками, що розвиваються, зрештою призвели до зміни дизайну монетарної політики центральних банків.

*Метою статті є* аналіз монетарної політики кількісного пом'якшення (QE) та її вплив на динаміку інфляції в європейських країнах.

**Результати дослідження.** З огляду на те, що більшість центральних банків ЄС у своїй монетарній політиці використовують таргетування інфляції, це дозволяє визначити рівень

нейтральної реальної процентної ставки та їх вплив на економіку. Ключова ставка виступає орієнтиром для встановлення граничних відсоткових ставок за кредитами/депозитами, за яких економіка досягає повної зайнятості, а інфляція стабілізується. Відхилення рівня ключової ставки від нейтральної ставки визначає вид монетарної політики: стимулююча чи рестрикційна.

Спрощений підхід до оцінки нейтральних процентних ставок у країнах, що розвиваються, базується на оцінці рівня нейтральної ставки в розвинених країнах, наприклад, у США. Для країн, що розвиваються до цього рівня додається певний відсоток, що враховує премію за ризик. В якості індикаторів ризику для таких країн традиційно використовують вартість суверенних дефолтних свопів (CDS) або різницю між прибутковістю державних цінних паперів (ОВДП) у певній країні та розвиненій бенчмарк-країні. У розвинених економіках протягом 2000-2019 рр., спостерігалось поступове зниження відсоткових ставок. В підсумку, це позначилося на монетарній політиці в країнах, що розвиваються. При цьому, зниження в таких країнах нейтральних реальних процентних ставок обмежено пов'язане із внутрішніми факторами, тому має високий рівень невизначеності.

Протягом останнього десятиліття монетарна політика в країнах Євросони проводилася в умовах рекордно низьких номінальних процентних ставок та дезінфляційного тиску, який у більшості випадків утримував темпи інфляції на рівні, значно нижчому за цільові орієнтири європейських центральних банків. Така ситуація склалася на тлі стійкого зниження глобальної рівноважної реальної процентної ставки, що суттєво обмежило можливості монетарної політики знижувати процентні ставки під час рецесії, не зачіпаючи при цьому ефективну нижню межу номінальних процентних ставок [10].

Тривалий та глобальний характер цих подій призвів до переоцінки за кордоном, з одного боку, частоти і тяжкості епізодів нижньої межі процентних ставок, а з іншого – ефективності наявних інструментів монетарної політики та альтернативних їй концепцій в досягненні задовільних результатів макроекономічного зростання за наявних процентних ставок.

Результати представлені у дослідженні, показують, що низькі процентні ставки в Євросоні у період рецесії кількісно вплинули на втрати реального ВВП, внаслідок наявності часового лагу між періодом зниження номінальної процентної ставки та її реакцією на динаміку сукупного попиту, викликаного зниженням економічної активності (Табл. 1).

Таблиця 1 Динаміка ключових ставок ЄЦБ та ВВП в Євросоні  
Table 1. Dynamics of key ECB rates and GDP in the Eurozone

№ п/п	Період	Ключова ставка (main refinancing operations), %	Ставка за депозитами (deposit facility), %	Гранична ставка за кредитами (marginal lending facility), %	Зміна ВВП до відповідного кварталу попереднього року, %
1	18.09.2019	0	-0,5	0,25	3,89
2	01.12.2019	0	-0,5	0,25	2,98
3	01.03.2020	0	-0,5	0,25	-0,73
4	01.06.2020	0	-0,5	0,25	-11,7
5	01.09.2020	0	-0,5	0,25	-2,8
6	01.12.2020	0	-0,5	0,25	-2,19
7	01.03.2021	0	-0,5	0,25	1,06
8	01.06.2021	0	-0,5	0,25	15,6
9	01.09.2021	0	-0,5	0,25	7,36
10	01.12.2021	0	-0,5	0,25	7,87
11	01.03.2022	0	-0,5	0,25	9,41
12	27.07.2022	0,5	0	0,75	8,85
13	14.09.2022	1,25	0,75	1,5	7,13

14	02.11.2022	2	1,5	2,25	7,14
15	21.12.2022	2,5	2	2,75	7,14
16	08.02.2023	3	2,5	3,25	7,14
17	22.03.2023	3,5	3	3,75	8,21
18	10.05.2023	3,75	3,25	4	8,21
19	21.06.2023	4	3,5	4,25	6,84
20	02.08.2023	4,25	3,75	4,5	6,84
21	20.09.2023	4,5	4	4,75	6,84

*Джерело: розроблено авторами на підставі джерела [11]  
Source: prepared by the authors on the basis of [11]*

Як бачимо, Рада керуючих ЄЦБ напередодні рецесії зосередилася на ультра м'якій монетарній політиці, що проявилось у зниженні ключових процентних ставок. Наприклад, відсоткову ставку за депозитною лінією було знижено на 10 базисних пунктів до -0,50 %. Процентна ставка за основними операціями рефінансування та ставка за інструментом граничного кредитування залишилися незмінними на поточних рівнях 0,00% та 0,25% відповідно. Рада керуючих прогнозує, що ключові процентні ставки ЄЦБ залишатимуться на нинішніх або нижчих рівнях доти, доки не буде досягнуто стійкого зближення прогнозу інфляції до рівня, достатньо близького до 2%, але нижчого за 2% в межах прогнозного горизонту, і таке зближення буде послідовно відображатися в динаміці базової інфляції.

З 01.11.2019 було відновлено чистий викуп активів у рамках програми APP<sup>1</sup> Ради керуючих із щомісячним обсягом у 20 млрд євро. Рада керуючих очікує, що такі заходи триватимуть стільки часу, скільки буде необхідно для посилення стимулюючого впливу процентних ставок, і завершаться незадовго до того, як вона почне підвищувати ключові процентні ставки ЄЦБ.

Реінвестування основної суми платежів з погашення цінних паперів, придбаних в рамках програми APP, триватиме в повному обсязі протягом тривалого періоду часу після дати, коли Рада керуючих почне підвищувати ключові процентні ставки ЄЦБ. В будь-якому випадку такі заходи будуть тривати стільки часу, скільки буде необхідно для підтримання сприятливих умов ліквідності та достатнього рівня монетарного стимулювання [12].

Умови нової серії щоквартальних цільових довгострокових операцій рефінансування (TLTRO III)<sup>2</sup> будуть змінені з метою збереження сприятливих умов банківського кредитування, забезпечення плавної трансмісії монетарної політики та подальшої підтримки м'якої монетарної політики. З листопада 2019 року відсоткова ставка за кожною операцією встановлюватиметься на рівні середньої ставки за основними операціями рефінансування Єврозони протягом строку дії відповідної операції TLTRO. Для банків, чисті кредити яких перевищують контрольний показник, ставка, що застосовується в операціях TLTRO III, буде нижчою і може бути на рівні середньої процентної ставки за депозитними інструментами, що діє протягом строку тривалості операції. Термін погашення операцій буде подовжено з двох до трьох років.

Для підтримки трансмісії монетарної політики через банки було запроваджено дворівневу систему резервування, в якій частина надлишкової ліквідності банків була звільнена від сплати від'ємної ставки за депозитними операціями.

Рада керуючих ЄЦБ у розпал пандемії зазначала: “додаткові довгострокові операції рефінансування (LTRO) проводитимуться тимчасово для забезпечення негайної підтримки ліквідності фінансової системи Єврозони. Хоча Рада керуючих не бачить суттєвих ознак напруження на грошових ринках або дефіциту ліквідності в банківській системі, такі операції забезпечать ефективну підтримку в разі потреби. Вони здійснюватимуться через тендерну процедуру з фіксованою ставкою та повним наданням коштів, з відсотковою

<sup>1</sup> APP (Asset Purchase Program) – програма викупу активів.

<sup>2</sup> TLTRO (Targeted Longer-Term Refinancing Operations) – цільові довгострокові операції рефінансування.

ставкою, що дорівнює середній ставці за депозитними операціями. Операції LTRO забезпечать ліквідність на вигідних умовах для подолання періоду до операції TLTRO III у червні 2020 року” [13].

У рамках TLTRO III значно вигідніші умови застосовувалися в період з червня 2020 року по червень 2021 року до всіх операцій TLTRO III, що залишаються незавершеними в цей самий час. Ці операції підтримали банківське кредитування тих суб'єктів, хто найбільше постраждав від поширення пандемії коронавірусу, зокрема малих і середніх підприємств. Протягом цього періоду процентна ставка за цими операціями TLTRO III була на 25 базисних пунктів нижчою за середню ставку, що застосовувалася в основних операціях рефінансування Єврозони на той час. Для контрагентів, які підтримують свій рівень кредитного забезпечення, ставка за цими операціями була нижчою і протягом періоду до червня 2021 року, та була на 25 базисних пунктів нижчою за середню процентну ставку за депозитною лінією. Крім того, максимальну загальну суму, яку контрагенти мали право позичати в рамках операцій TLTRO III, було підвищено до 50% від їхнього портфеля дозволених кредитів станом на 28 лютого 2019 року. У цьому контексті Рада керуючих доручила комітетам Єврозони вивчити заходи щодо пом'якшення вимог до застави, щоб контрагенти й надалі могли повною мірою користуватися фінансовою підтримкою.

До кінця 2020 року було додано тимчасовий пакет додаткової купівлі чистих активів у розмірі 120 млрд євро, що забезпечило значний внесок від програм купівлі активів приватним сектором. У поєднанні з існуючою програмою купівлі активів (APP) це сприяло підтримці сприятливих умов фінансування для реального сектору економіки в часи підвищеної невизначеності.

З 18 березня 2020 року було запроваджено нову тимчасову програму купівлі цінних паперів приватного та державного секторів з метою протидії серйозним ризикам для трансмісійного механізму монетарної політики та перспектив Єврозони, спричинених спалахом та ескалацією поширення пандемії COVID-19.

На нову програму надзвичайних закупівель у зв'язку з пандемією (PEPP)<sup>3</sup> було спрямовано коштів у сумі 750 мільярдів євро. Закупівлі здійснювалися до кінця 2020 року і охоплювали усі категорії активів, які відповідали критеріям існуючої програми придбання активів (APP).

Щодо купівлі цінних паперів державного сектору, то базовий розподіл між юрисдикціями й надалі залишався ключовим фактором управління капіталом національних центральних банків. Водночас, угоди в рамках нової PEPP здійснювалися у гнучкий спосіб. Це дозволяло коливання в розподілі потоків купівлі у часі, між класами активів та між юрисдикціями. Рада керуючих ЄЦБ здійснювала купівлю чистих активів у рамках PEPP до кінця 2020 року.

Для купівлі цінних паперів, випущених урядом Греції, в рамках PEPP було зроблено виняток з вимог щодо прийнятності цінних паперів, випущених грецьким урядом.

Крім того, було розширено спектр прийнятних активів за програмою купівлі корпоративного сектору (CSPP)<sup>4</sup> до не фінансових комерційних цінних паперів, що дало змогу зробити всі комерційні папери достатньої кредитної якості прийнятними для купівлі в рамках програми CSPP.

Радою керуючих ЄЦБ було прийнято рішення для полегшення стандартів застави шляхом коригування основних параметрів ризику системи застави. Зокрема, було розширено сферу застосування додаткових кредитних вимог (ACC)<sup>5</sup>, включивши до неї вимоги, пов'язані з фінансуванням корпоративного сектору. Це створювало гарантії, що контрагенти зможуть надалі повною мірою користуватися операціями рефінансування Єврозони.

<sup>3</sup> PEPP (Pandemic Emergency Purchase Program) – Програма надзвичайних закупівель у зв'язку з пандемією.

<sup>4</sup> CSPP (Corporate Sector Purchase Program) – Програма купівлі активів корпоративного сектору.

<sup>5</sup> ACC (Additional Credit Claims) – Додаткові кредитні вимоги.

З 30 квітня 2020 року умови цільових довгострокових операцій рефінансування (TLTRO III) було додатково пом'якшено. Нова серія нецільових операцій довгострокового рефінансування на випадок надзвичайної ситуації, пов'язаної з пандемією (PELTRO)<sup>6</sup>, була проведена з метою підтримки умов ліквідності у фінансовій системі Єврозони та сприяння збереженню безперебійного функціонування грошових ринків шляхом надання ефективної підтримки ліквідності. PELTRO складається з семи додаткових операцій рефінансування, що розпочалися у травні 2020 року та погашалися у поетапній послідовності в період з липня по вересень 2021 року відповідно до тривалості заходів з пом'якшення заставного забезпечення. Вони здійснювалися в рамках тендерних процедур за фіксованою ставкою з повним виділенням коштів, за процентною ставкою, яка на 25 базисних пунктів була нижчою за середню ставку за основними операціями рефінансування, що діяла протягом строку дії кожної операції за програмою PELTRO.

В подальшому ЄЦБ здійснює коригування операцій цільового кредитування для подальшої підтримки реальної економіки Єврозони:

- процентна ставка за всіма цільовими довгостроковими операціями рефінансування (TLTRO III) була знижена на 25 базисних пунктів до -0,5% з червня 2020 року по червень 2021 року;

- для банків, які відповідають кредитному порозу в 0%, запровадженому 12 березня 2020 року, процентна ставка може становити до -1%;

- початок періоду оцінки кредитів було перенесено на 1 березня 2020 року.

30 квітня 2020 року Рада керуючих ЄЦБ ухвалила рішення про внесення низки змін до умов цільових довгострокових операцій рефінансування (TLTRO III) з метою подальшої підтримки надання кредитів домогосподарствам та фірмам в умовах нинішньої економічної кризи та підвищеної невизначеності.

На період з 24 червня 2020 року по 23 червня 2021 року процентна ставка за всіма операціями TLTRO III була встановлена на 50 базисних пунктів нижче середньої ставки за основними операціями рефінансування Євросистеми, що діяла у цей період. Процентна ставка за основними операціями рефінансування становила 0%. Для контрагентів, чистий обсяг прийнятного кредитування яких досягає порогу ефективності кредитування, процентна ставка, що застосовується з 24 червня 2020 року до 23 червня 2021 року за всіма операціями TLTRO III, була встановлена на 50 базисних пунктів нижче за середню процентну ставку за депозитною лінією, що діяла у цей період, але в будь-якому разі не перевищувала -1%. Ставка за депозитною лінією становила -0,5%.

Початок періоду, протягом якого оцінювалася кредитна діяльність банків для визначення, чи відповідають вони критеріям для застосування цієї нижчої ставки, було перенесено з 1 квітня 2020 року на 1 березня 2020 року, тоді як кінець періоду оцінки залишився незмінним – 31 березня 2021 року. Це коригування визнає фінансову підтримку, яку банки надали компаніям у березні на початку кризи, пов'язаної з пандемією COVID-19, відповідно до цілей TLTRO III.

Для банків, які досягли кредитного порогу в 0% у період з 1 березня 2020 року по 31 березня 2021 року, були застосовані найбільш сприятливі умови протягом усього строку дії операцій. Процентна ставка, що застосовувалася до 24 червня 2020 року та після 23 червня 2021 року для цих контрагентів, дорівнювала середній процентній ставці за депозитною лінією протягом строку дії відповідної операції. Для банків, які не досягли кредитного порогу в 0% у період з 1 березня 2020 року по 31 березня 2021 року, застосовувалися початкові процентні ставки та кредитний поріг TLTRO III, розрахований за більш тривалий період з 1 квітня 2019 року по 31 березня 2021 року. Для цих контрагентів, зважаючи на складне кредитне середовище в період пандемії, кредитний поріг, якого вони повинні були дотримуватися протягом довшого періоду оцінки, було знижено з 2,5% до 1,15%.

---

<sup>6</sup> PELTRO (Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations) – програма довгострокового рефінансування на випадок надзвичайної ситуації пов'язаної з пандемією.

З 4 червня 2020 року обсяг програми надзвичайних закупівель у зв'язку з пандемією (PEPP) було збільшено на 600 млрд євро до 1 350 млрд євро. У відповідь на пов'язаний з пандемією перегляд у бік зниження прогнозу інфляції на прогнозованому горизонті розширення PEPP сприяло подальшому пом'якшенню монетарної політики, підтримуючи умови фінансування в реальному секторі економіки, особливо для бізнесу та домогосподарств. Купівля і надалі здійснювалася гнучко в часі, за різними класами активів та між різними юрисдикціями. Це дало змогу Раді керуючих ЄЦБ ефективно запобігати ризикам для безперешкодної трансмісії монетарної політики. Виплати основної суми боргу за цінними паперами, придбаними в рамках PEPP, були реінвестовані до кінця 2022 року. У будь-якому випадку, майбутнє згортання програми PEPP буде регулюватися таким чином, щоб уникнути втручання у відповідну позицію монетарної політики.

Чисті купівлі в рамках програми викупу активів (APP) продовжувалися щомісяця в обсязі 20 млрд євро разом із купівлею в рамках додаткового тимчасового пакету на суму 120 млрд євро до кінця 2020 року. Рада керуючих ЄЦБ очікувала, що щомісячна чиста купівля активів в рамках програми APP триватиме стільки, скільки буде необхідно для посилення стимулюючого впливу процентних ставок на економічну активність. Програма завершиться незадовго до того, як ЄЦБ почне підвищувати ключові процентні ставки.

У нинішніх умовах ризиків, які тяжіють до зниження, Рада керуючих ЄЦБ ретельно оцінює інформацію, що надходить із зовнішнього середовища, включаючи динаміку пандемії, перспективи впровадження вакцин та динаміку обмінного курсу. Новий раунд макроекономічних прогнозів персоналу Єврозони в грудні 2020 року дозволив ретельно переоцінити економічні перспективи та баланс ризиків. На основі цієї оновленої оцінки Рада керуючих скоригувала монетарні інструменти, щоб відреагувати на ситуацію, що розгортається та забезпечила збереження сприятливих умов фінансування для підтримки економічного зростання та протидії негативному впливу пандемії на прогнозовану траєкторію інфляції. Це сприяло сталому наближенню інфляції до її цілі відповідно до зобов'язань щодо її досягнення.

З 10 грудня 2020 року ключова ставка за основними операціями рефінансування, а також процентні ставки за інструментом граничного кредитування та депозитним інструментом залишаються незмінними на рівні 0,00%, 0,25% та -0,50% відповідно. Рада керуючих ЄЦБ прийняла рішення збільшити обсяг програми надзвичайних закупівель у зв'язку з пандемією (PEPP) на 500 мільярдів євро до загальної суми в 1 850 мільярдів євро. Вона також продовжила горизонт чистих закупівель в рамках PEPP до кінця березня 2022 року. Рада керуючих також продовжила реінвестування основних платежів за цінними паперами, придбаними в рамках PEPP, що підлягають погашенню до кінця 2023 року.

Рада керуючих ухвалила рішення про подальший перегляд умов *третьої серії цільових довгострокових операцій рефінансування* (TLTRO III). Зокрема, було вирішено продовжити період, протягом якого діятимуть значно сприятливіші умови, на дванадцять місяців – до червня 2022 року. Три додаткові операції були проведені в період з червня по грудень 2021 року. Крім того, Рада керуючих вирішила збільшити загальну суму, яку контрагенти матимуть право запозичити в рамках операцій TLTRO III, з 50 до 55 відсотків від їхнього загального обсягу прийнятних кредитів. Для того, щоб стимулювати комерційні банки підтримувати поточний рівень банківського кредитування, переглянуті умови запозичень в рамках TLTRO III будуть доступні лише тим банкам, які досягнуть нового цільового показника ефективності кредитування протягом зазначеного періоду.

Рада керуючих продовжила до червня 2022 року термін дії комплексу заходів щодо пом'якшення вимог до застави, ухвалених Радою керуючих ЄЦБ 7 та 22 квітня 2020 року. Продовження цих заходів гарантувало, що комерційні банки змогли повною мірою скористатися операціями з надання ліквідності Єврозони, передусім у рамках оновлених умов за операціями TLTRO. Рада керуючих переглянула заходи щодо пом'якшення застави

до червня 2022 року з метою забезпечення відсутності негативного впливу на участь контрагентів Єврозони в операціях TLTRO III.

Рада керуючих також запропонувала чотири додаткові надзвичайні операції довгострокового рефінансування у зв'язку з пандемією (PELTRO) у 2021 році, які мали забезпечити ефективну підтримку ліквідності.

Реалізація монетарної політики в рамках інфляційного таргетування в європейських країнах ускладнена низкою системних перешкод. Найбільш вагомими серед них є:

- 1) складнощі прогнозування рівня інфляції;
- 2) складнощі визначення дійсного показника інфляції;
- 3) обмежений потенціал впливу монетарної політики на динаміку інфляції.

Слід відзначити про спільну для різних груп економік проблему інфляційного таргетування. Вона полягає у складнощах прогнозування інфляції. Наприклад, зниження інфляції в 2008-2009 рр. часто описувалось рівнянням Філіпса [14]. У якості факторної змінної використовувався рівень безробіття. Пізніше дослідження показали відсутність зв'язку між інфляцією та розміром розриву у виробництві або зайнятості, де розриви вимірюються відхиленнями від довгострокових тенденцій. Таким чином, серед економістів існують суперечки щодо корисності кривої Філіпса в якості інструменту прогнозування інфляції [15].

Загалом немонетарні чинники інфляції у країнах з ринками, що розвиваються, відіграють помітно більшу роль в інфляційних процесах, аніж у розвинених економіках. Суттєві прогалини у достовірності визначення індексу споживчих цін (ІСЦ) в Україні формують суттєві недоліки у методиці формування цін на товари повсякденного попиту. Це проявляється за чотирма основними групами товарів через масштабні невідповідності у ваговій структурі житлово-комунальних послуг, зокрема неврахування зміни тарифів та їх впливу на ІСЦ [16].

Набір даних для розрахунку ІСЦ включає переважно кількісні параметри та не враховує цілу низку важливих якісних факторів. Вартість споживчого кошику вкрай обмежено враховує внесок галузей економіки та регіональний розподіл споживчого попиту. Без таких якісних характеристик споживчий кошик, який використовується для моніторингу споживчих цін, індексів цін виробників обмежено характеризує структуру споживання домогосподарств.

Складність прогнозування річного показника інфляції, котрий оприлюднює НБУ, випливає із труднощів визначення фактичного рівня інфляції. А ще більше з практичної неможливості та недосконалості прогнозних моделей, котрі використовує регулятор для прогнозування впливу всього комплексу інфляційних факторів на динаміку цін. Це досить яскраво підтверджує порівняльний аналіз прогнозних оцінок та фактичних значень річного показника інфляції, що публікується НБУ (табл. 2).

Таблиця 2. Порівняння прогнозних та фактичних значень річного показника ІСЦ у 2015-2023 рр.

Table 2. Comparison of forecast and actual values of the annual CPI

Рік	ІСЦ (прогноз на початок поточного року), %	ІСЦ (фактичний рівень), %	Різниця (факт-прогноз), в.п.
2015	17,2	43,3	26,1
2016	12,0	13,9	1,9
2017	13,3	14,4	1,1
2018	12,0	10,9	-1,1
2019	7,9	4,1	-3,8
2020	2,7	5,0	2,3
2021	7,0	10,0	3,0
2022	8,7	20,2	11,5
2023	14,8	5,1	-9,7

Джерело: розроблено авторами за допомогою джерела [17]

Source: prepared by the authors on the basis of [17]



В Україні, навіть у період до повномасштабного вторгнення за більш-менш позитивної економічної динаміки 2016-2019 рр. похибка у прогнозуванні фактичного рівня інфляції сягала 2-4 в. п. Фактичні показники ІСЦ у 2021 р., наприклад, за базовими позиціями сягнули 30 в. п., а цін виробників 62 в. п. Отже, третина факторів споживчої інфляції та абсолютна більшість факторів промислової інфляції, не були враховані наявним методичним інструментарієм прогнозно-аналітичних моделей НБУ.

Аналогічна тенденція прогнозу інфляції спостерігається на глобальному рівні у 2021 р. Так, економісти МВФ неодноразово переглядали прогнози щодо інфляції на 2021 р. у напрямку її підвищення. Відхилення прогнозу інфляції на 2021 р., опублікованого у жовтні 2021 р., від фактичного вимірювання у США, Німеччині, Італії, Великій Британії, країнах Євросони, склало більше 2 в. п. [18].

Аномальне зростання інфляції не змогли спрогнозувати і економісти ОЕСД. Згідно з їх прогнозами, зростання споживчих цін у європейських країнах у 2021 р. повинно було скласти 2% [19]. Як наслідок у 2021 р. Світовий банк рекомендував владі розвинених країн дотримуватися м'якої монетарної політики, щоб не завадити відновленню економічного зростання [20].

Насамперед непередбачуваними виявились прогнози інфляції у Євросоні (очікування 0,6%; факт – 4,8%), зростання цін енергоресурсів на світових ринках та комунальних тарифів (2% проти 15%), тощо. Зрозуміло, що будь-який форс-мажор (пандемія, раптова зміна кон'юнктури світового ринку, воєнні дії) зводить стратегію інфляційного таргетування нанівець.

Однією з перешкод, що завадила визначенню адекватної оцінки інфляції у 2021-2022 рр. стала обмеженість інструментарію прогнозного визначення наявних інфляційних процесів. На той час фінансові регулятори провідних країн орієнтувалася на показники базової інфляції. При розрахунку останньої не враховуються складові елементи споживчого кошика з найбільш волатильними цінами.

Динаміка базової інфляції, як правило, більш стабільна відносно загальної споживчої інфляції. Це було особливо помітно у 2022 р., оскільки тоді значно зросли ціни на продовольство та енергоресурси. Останнім часом монетарна влада розвинутих країн акцентує на тому, що їх інфляційна ціль не поширюється на придушення цінових шоків, пов'язаних із зростанням цін на волатильні товари, оскільки тривалість їх проінфляційного впливу відносно невелика. Реакція ключової ставки на шоки від зміни цін на волатильні товари може проявитися тоді, коли ціновий тренд вже змінить напрям. З цієї причини монетарна влада орієнтується не так на фактичну інфляцію, як на її прогнозовану динаміку, яка розраховується з урахуванням прогнозованої моделі та емпіричних даних [21].

Слід відзначити, що тренд прискорення глобальної інфляції набув сталих ознак у 2021 р., але основне прискорення відбулось у другому півріччі 2022 р. (табл. 3).

Таблиця 3. Показники інфляції (ІСЦ) у деяких країнах у 2020-2023 рр. (% до попереднього року).  
Table 3. Inflation rates (CPI) in some countries in 2020-2023. (% of the previous year).

	2020	2021	2022	2023
США	1,23	4,7	8,0	4,1
Франція	0,53	2,07	5,9	5,66
Німеччина	0,5	3,1	6,9	5,9
Чехія	3,2	3,8	15,1	10,7
Польща	3,38	5,06	14,43	10,9
Україна	2,73	9,36	20,18	5,1
Китай	2,49	0,92	1,98	0,23
Індія	6,17	5,51	6,65	4,38

Джерело: розроблено авторами за допомогою джерела [22]  
Source: prepared by the authors on the basis of [22]

Інфляційні процеси в розвинених країнах помітно синхронізовані. Інфляція чинить значний вплив на групу країн, що розвиваються. Проте, у деяких з них (Мексика, ПАР, Колумбія, Чилі) ціни наслідують аналогічну тенденцію, що й у розвинених країнах. У великих економіках, як Індія та Китай, період 2021-2022 рр. слабо виділяється за інфляційними трендами. В Аргентині та Туреччині темпи зростання споживчих цін обчислюються десятками відсотків. В цих країнах інфляційні процеси значно прискорилися у 2021 р. Інфляційна хвиля 2021-2022 рр. виявилася найпотужнішим інфляційним шоком з 1970-х рр., коли темпи зростання споживчих цін у розвинених країнах досягли двозначних позначок [23].

Процес зростання інфляції у 2021-2022 рр., додатково підтверджує обмеження монетарного інструментарію щодо контролю над інфляцією. Передусім, він показує, що зростання інфляції має переважно немонетарну природу. Це є більшою мірою результатом дисбалансу між сукупним попитом і сукупною пропозицією. Як бачимо, на перше півріччя 2020 р. припав пік карантинних обмежень введених урядами різних країн, що значною мірою виявилось потужним зовнішнім стримуючим фактором для сукупного попиту. Паралельно з введенням карантинних заходів влада розвинених країн реалізувала безпрецедентний за масштабом пакет бюджетної допомоги, яка була спрямована на досягнення запланованих цілей. Серед них підтримка приватного споживання, додаткове фінансування системи охорони здоров'я, субсидії та надання допомоги з обслуговуванням заборгованості підприємствам у галузях, найбільш вразливих в умовах локдауну. Загальний обсяг фіскального стимулу в найбільших економіках G20, без урахування додаткових витрат на охорону здоров'я та надання держгарантій за кредитами, перевищив 8,4 трлн дол. США, тобто понад 10% світового ВВП 2020 р. [24].

Бюджетний стимул був підтриманий монетарною владою. За період з березня 2020 по лютий 2022 р. грошова маса в США зросла на 40%. При цьому баланс ФРС збільшився більш ніж удвічі. Подібна ситуація спостерігалася в Єврозоні, де з початку кризи до того моменту, коли ЄЦБ вперше підвищив ставку (з лютого 2020 по липень 2022 р.), грошова пропозиція збільшилася на 20%, а баланс ЄЦБ – на 87% [25].

Приріст грошової пропозиції у США та Єврозоні у 2020-2022 рр. був помітно більшим, ніж у 2008-2010 рр., коли ЄЦБ та ФРС також реалізовували програми кількісного пом'якшення (QE), а бюджетна влада здійснювала заходи підтримки. Поєднання заходів, котрі з одного боку, адміністративно обмежували можливості споживання, а з іншого – надавали масовану фінансову підтримку домогосподарствам, призвело до того, що у 2020 р. норма заощаджень значно збільшилася [23]. Невизначеність стала додатковим фактором підвищення норми заощаджень домогосподарств.

У 2021 р. дисбаланс між попитом та пропозиції загострився ще більше. Відбувалося подорожчання фрахту, через порушення виробничих процесів та доступу до ресурсних компонент, сформувалися вузькі місця у ланцюгах виробництва і постачання, що спричинило скорочення промислового випуску деяких видів продукції.

У країнах ОЕСР значний внесок у зростання показника інфляції мало місце подорожчання продовольства та палива на світових ринках, на які припадає до 30% збільшення ІСЦ у 2021-2022 рр. У країнах, що розвиваються, частка продовольства у споживчому кошику вища, тому відповідний внесок у показник інфляції був ще більшим. У 2022 р. до цих чинників додалися посилення геополітичної напруженості та повномасштабне вторгнення РФ.

Інша група інфляційних чинників пов'язана зі зміною структури споживання: зростанням частки товарів і зменшенням послуг у 2021-2022 рр. У теорії зміна структури попиту не повинна призводити до зміни рівня цін. Це пояснюється зміною у відносних цінах, коли інфляція чи дефляція відсутні, оскільки зростання ціни одних товарів компенсується

зниженням ціни інших. Однак така логіка працює, якщо ціни гнучкі. Водночас ціни товарів у середньому гнучкіші, ніж ціни на послуги [24].

Отже, прискорення інфляції у 2021-2022 рр. було насамперед пов'язане з дисбалансом попиту і пропозиції. Однак це б не мало такого несподіваного ефекту, якби не додаткові фактори, що втілюють складну структуру світової економіки: нерівномірне відновлення попиту в різних секторах, наявність труднощів у виробництві та постачанні, а також складно прогнозований вплив м'якої монетарної політики. Чинники інфляційних процесів за групою факторів наведені у табл. 4.

Таблиця 4. Чинники інфляційних процесів  
Table 4. Factors of inflationary processes

Чинники	Механізм дії
<i>Фундаментальні</i>	
Зміна темпів випуску	Дисбаланс між попитом на пропозицією товарів та послуг
Зміна дохідності капіталу	Дисбаланс між заощадженнями та інвестиціями
Факторна продуктивність	Зміна структурних параметрів попиту та пропозиції
Демографія	Зміна темпів випуску та сукупного попиту
<i>Короткострокові</i>	
Зміна інвестиційних настроїв	Дисбаланс попиту на фінансові ресурси
Фінансова криза	Порушення банківського каналу монетарно-трансмісійного механізму
Технологічний	Дисбаланс та структурні зміни попиту та пропозиції фінансових ресурсів
<i>Специфічні, притаманні малій відкритій економіці</i>	
Зміна обмінного курсу національної валюти	Дисбаланс попиту на національну валюту
Зміна розподілу доходів	Зміна структури сукупного попиту
Зміна кон'юнктури на експортно-імпорتنі товари сировинної групи	Дисбаланс доходів/витрат сектору зовнішньо-економічної діяльності та державного бюджету
Волатильність міжнародних потоків капіталу	Дисбаланс доходів/витрат сектору зовнішньо-економічної діяльності та попиту на національну валюту
Слабкий розвиток ринкових інститутів, конкуренції	Жорсткість цін, концентрація ринків, інституційні обмеження на доступ до фінансових ринків, цінова компенсація економічних ризиків

Джерело: розроблено авторами за допомогою джерела [25]

Source: prepared by the authors on the basis of [25]

Слід виокремити особливий феномен розширеного фінансового сектору. Він проявляється в тому, що монетарна влада розвинених країн, на відміну від малих відкритих економік, з нерозвиненими фінансовими ринками має помітно більший вплив на інфляційні процеси через монетарну сферу. У розвинених країнах ключова ставка орієнтована на кредитно-інвестиційні ресурси, обсяг яких еквівалентний трьом-чотирьом ВВП країни (обсяг фінансового сектору у США або країнах західної Європи складає 300-400% їх ВВП). Центробанки цих країн, які в рамках програм кількісного пом'якшення (QE) нарощують пропозицію фінансових ресурсів за допомогою масштабних операцій на відкритому ринку, знижують тиск на короткострокові процентні ставки, тим самим здешевлюють кредитно-інвестиційні ресурси, котрі складають помітну частку витрат підприємств [26].

Окремо слід звернути увагу на валютний та сировинний чинники перенесення девальвації на інфляцію в країнах з ринками, що розвиваються. За визначенням НБУ, вплив коливань обмінного курсу на інфляцію відрізняється низкою ефектів, які можуть бути охарактеризовані як нерівномірні та достатньо потужні, зокрема:

– девальвація обмінного курсу на 1 в. п. зумовлює збільшення інфляції на 0,22 в.п., а ревальвація скорочення інфляції на 0,08 в. п.;

– у випадку значної девальвації ефект перенесення на інфляцію зростає до 0,45-0,5 в. п.;

– вплив зміни обмінного курсу (більшою мірою девальвації) позначається на інфляційних процесах вже протягом двох кварталів;

– загалом вплив ревальвації на дефляцію оцінити складно. Результати моделювання показують значну розбіжність за інтервалами отриманих даних, що може говорити про переважаючу роль інших, окрім обмінного курсу чинників [27].

Другим за значенням критичним чинником інфляції в країнах, що розвиваються виступає залежність від кон'юнктури зовнішніх сировинних ринків. Ефект впливу від зміни цін на нафту на 1% становить в таких країнах 0,4-0,5 в. п. та провалюється у внутрішніх цінах через кілька місяців [27].

Порівняння ролі інфляційних чинників в розрізі розвинених економік та країн з ринками, що розвиваються наведено у табл. 4.

Таблиця 5. Порівняння ролі різних економічних чинників в розвинених економіках і економіках, що розвиваються  
Table 5. Comparison of the role of various economic factors in developed and developing economies

Чинники	Розвинені економіки	Економіки, що розвиваються
Рівень заощаджень	Високий рівень, надмірна пропозиція фінансових ресурсів, дешеві гроші	Низький рівень, брак фінансових ресурсів, дорогі гроші
Інвестиційні вподобання	Збереження заощаджень, орієнтація на безпечні інструменти	Примноження капіталу, орієнтація на високоприбуткові активи
Фінансова глибина	Висока, регіональна та структурна однорідність, високо-конкурентні ринки фінансових ресурсів	Низька, концентрація ринків, фінансових ресурсів, олігополія пропозиція
Вартість обслуговування державного боргу	Низька, забезпечує низьку вартість грошей і державних видатків	Висока, потребує збільшення державних видатків в іноземній валюті, що порушує баланс обмінного курсу
Стабільність надходжень міжнародних потоків капіталу	Висока, приплив капіталу	Низька, втеча капіталу
Девальвація як чинник інфляції	Помірний вплив	Критичний вплив
Ризик суверенного боргу країни	Низький	Високий

Джерело: розроблено авторами за допомогою джерела [28]

Source: prepared by the authors on the basis of [28]

На відміну від позитивних ефектів, що виявляються у довгостроковій перспективі, негативні наслідки політики високих ставок, як правило, чітко спостерігаються відразу після посилення монетарної політики. При цьому основні негативні ефекти дезінфляції, як правило, не мають довгострокового характеру. Як тільки економіка адаптується до нових монетарних умов, цикл жорсткої монетарної політики припиняється та зникає її стримуючий вплив. При цьому реальні економічні показники повертаються до своїх природних рівнів.

**Висновки.** Антиінфляційні заходи, навіть якщо вони попередньо анонсовані та здійснюється поступово, часто призводять до рецесії та зростання безробіття. Підвищення процентних ставок скорочує сукупний попит, наслідком чого стає затяжна рецесія за помірної інфляції. Внаслідок чого відбувається скорочення інвестицій, згортання кредитування, падіння реальних доходів. Перехід до інфляційного таргетування та підвищення процентних ставок доволі рідко відбувається у нейтральній макроекономічній обстановці. На практиці, особливо коли йдеться про економіки, що розвиваються, посилення монетарної політики часто є реакцією влади на зовнішні шоки. Кризи даного типу супроводжуються різким стрибком девальвації, інфляції, зниженням ВВП, нестабільністю у фінансовому секторі та уповільненням темпів економічного зростання.

До цього слід додати складнощі прогнозного визначення реального рівня інфляції, які в малих відкритих економіках відрізняються відносно більшою похибкою, порівняно з розвиненими країнами. Похибки можуть бути пов'язані, наприклад, із зміною структурних параметрів споживчого кошику, зміною характеристик товарів у групі, короткострокові коливання цін волатильних товарів, сезонні зміни цін тощо. Слід зазначити, що розвиток комп'ютерних технологій з обробки великих баз даних (BigData) відкриває нові перспективи моніторингу цін. Так в деяких розвинених країнах розробляються радикально нові плани збільшення кількості цінових позицій з розрахунку споживчого кошику, аж до сотень мільйонів позицій різних товарів. При цьому дані надходять безпосередньо від самих продавців на щоденній основі [28].

Подібне удосконалення інструментарію безумовно позитивно впливає на адекватність реакції монетарних регуляторів. Поки що недосконалість наявного інструментарію для розрахунку, так і прогнозування показників ІСЦ призводять до значних похибок та спотворюють реальні ефекти вжитих заходів в рамках монетарної політики. У різних країнах величина такої похибки різна. Наприклад, у США вона становить 1-2% на рік, у Канаді та Великобританії – 0,5% [29].

У підсумку найбільший негатив створює те, що ідея регулювання ІСЦ виключно монетарними інструментами, при їх обмеженій ефективності викликає надмірно жорсткі рішення в рамках процентної політики центрального банку, котрі викликають стагнацію кредитного ринку та перешкоди для економічного зростання.

#### Список літератури

1. T. Wieladek Does QE have a stronger inflation effect than conventional monetary policy? / *Macroprudential Matters*. 21 February 2024. URL: <https://macroprudentialmatters.com/qe-stronger-inflation-effect-than-conventional-monetary-policy/>
2. Vaumeister, C. and L. Benati (2013). "Unconventional Monetary Policy and the Great Recession: Estimating the Macroeconomic Effects of a Spread Compression at the Zero Lower Bound" *International Journal of Central Banking* Vol. 9. Pp. 165-212.
3. Fabo, B., Jancokova, M., Kempf, E. and L. Pastor. (2021). "Fifty shades of QE: Comparing findings of central bankers and academics". *Journal of Monetary Economics*. Vol. 120(C). Pp. 1-20.
4. Gambacorta, L, B. Hofmann and G. Peersman. (2014). "The effectiveness of unconventional monetary policy at the zero lower bound: a cross-country analysis. *Journal of Money, Credit and Banking*. Vol. 46. Pp. 615-642.
5. Wu, J.C. and F.D. Xia (2016). "Measuring the macroeconomic impact of monetary policy at the zero lower bound." *Journal of Money, Credit and Banking*. Vol. 48. Pp. 253-291.
6. Bu, C., J. Rogers and W. Wu (2021). "A unified measure of Fed monetary policy shocks", *Journal of Monetary Economics*. Vol. 118, Pp. 331-349.
7. Swanson, E. and J. Williams. (2014). "Measuring the effect of the Zero Lower Bond on Medium-and longer-term interest rates" *American Economic Review*. Vol. 104(10). Pp. 3154-85.
8. Aruoba, S.B., M. Mlikota, F. Schorfheide and S. Villavazo. (2022). "SVARs with occasionally-binding constraints". *Journal of Econometrics*. Vol 231. Pp 477-499.
9. Mavroeides, S. (2021). "Identification at the Zero Lower Bound". *Econometrica*. Vol. 89. Pp. 2855-2885.
10. European Commission, 2015. "Data on budget commitments" URL: [https://ec.europa.eu/regional\\_policy/en/policy/evaluations/data-for-research/](https://ec.europa.eu/regional_policy/en/policy/evaluations/data-for-research/)
11. Офіційний сайт Європейського центрального банку URL: <https://data.ecb.europa.eu/data/datasets>
12. Demircug-Kunt, Asli; Lokshin, Michael; Torre, Ivan; Torre, Iván. 2020. Opening-up Trajectories and Economic Recovery: Lessons after the First Wave of the COVID-19 Pandemic. Policy Research Working Paper; No. 9480. URL: <https://hdl.handle.net/10986/34835>
13. European Central Bank. Monetary Policy Decisions. 12 September 2019. URL:<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2019/html/ecb.mp190912~08de50b4d2.en.html>
14. Liu, Z., & Rudebusch, G. (2010). Inflation: mind the gap. *FRBSF Economic Letter*, 2, 1-4.
15. Lansing, K. J. (2006). Will moderating growth reduce inflation? *FRBSF economic letter*.
16. Ревенко А. Чи точний ціновий барометр. *Дзеркало тижня*. 2020. 25 травня. URL: [https://zn.ua/ukr/macrolevel/chitochniy-cinoviy-barometr-348764\\_.html](https://zn.ua/ukr/macrolevel/chitochniy-cinoviy-barometr-348764_.html)
17. Інфляційні звіти. Національний банк України. Офіційний сайт. URL: <https://bank.gov.ua/ua/monetary/report>
18. Статистичні дані World Bank. URL: <https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators#>
19. OECD (2021). OECD Economic surveys: France 2021 (OECD economic surveys, 2021/18). OECD Publishing, 18 Nov. 2021 – 145 p. URL: [https://books.google.com.ua/books/about/OECD\\_Economic\\_Surveys\\_France\\_2021.html?id=uXZPEAAAQBAJ&redir\\_esc=y](https://books.google.com.ua/books/about/OECD_Economic_Surveys_France_2021.html?id=uXZPEAAAQBAJ&redir_esc=y)
20. World Bank (2021b). *Global economic prospects*. June. Washington, DC. URL: <https://www.worldbank.org/en/news/press-release/2021/06/08/world-bank-global-economic-prospects-2021>

21. Bernanke B. (2010). *Monetary policy and the housing bubble*. Speech at the Annual Meeting of the American Economic Association, Atlanta, Georgia, January 3.
22. Statista / Industries / Consumer Goods&FMCG. URL: <https://www.statista.com/markets/415/consumer-goods-fmcg/>
23. IMF (2021). *Fiscal monitor*, April. Washington, DC: International Monetary Fund.
24. Dhyne E., Alvarez L., Le Bihan FL, Veronese G., Dias D., Hoffmann J., Jonker N., Lunnemann P., Rumler F., Vilmunen J. (2006). Price changes in the euro area and the United States: Some facts from individual consumer price data. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 20, No. 2, pp. 171-192. <https://doi.org/10.1257/jep.20.2.171>
25. Carrillo J., Elizondo R., Rodriguez-Perez C. (2017). What determines the neutral rate of interest in an emerging economy? Banco de Mexico Working Paper, No. 22.
26. Salerno T. (2016). The Fed and Bernanke are wrong about the natural interest rate. *Mises Institute Wires*, June 26. URL: <https://mises.org/mises-wire/fed-and-bernanke-are-wrong-about-natural-interest-rate>
27. Юхименко Т. Практичні аспекти інфляції: сприйняття та проблеми її вимірювання. НБУ. 13 листопада 2020 р. URL: [https://bank.gov.ua/admin/uploads/article/Praktychni\\_aspekty\\_inflyatsiyi\\_spryynyattya\\_%20Yukhymenko\\_2020-11-13.pdf?v=4](https://bank.gov.ua/admin/uploads/article/Praktychni_aspekty_inflyatsiyi_spryynyattya_%20Yukhymenko_2020-11-13.pdf?v=4)
28. Cost-of-living crisis: Jack Monroe hails ONS update of inflation calculations. *The Guardian*. 2022. January, 26. URL: <https://www.theguardian.com/business/2022/jan/26/cost-of-living-crisis-ons-inflation-jack-monroe>
29. The dispersion of price changes in the Consumer Prices Index: 2022. Office for national statistics. URL: <https://www.ons.gov.uk/economy/inflationandpriceindices/articles/thedispersionofpricechangesintheconsumerpricesindex/2022>

Стаття надійшла до редакції 14.04.2024

Статтю рекомендовано до друку 30.05.2024

**Serhii Khodakevich**

PhD (Economics), Professor Department of Banking and Insurance

KNEU named after Vadym Hetman

Beresteysky avenue, 54/1, 03158, Kyiv, Ukraine

e-mail: [khs@kneu.edu.ua](mailto:khs@kneu.edu.ua)

ORCID ID: [0000-0002-8951-2605](https://orcid.org/0000-0002-8951-2605)

**Dmytro Khokhych**

PhD (Economics), Assistant of Professor Department of Economic Theory

KNEU named after Vadym Hetman

Beresteysky avenue, 54/1, 03158, Kyiv, Ukraine

e-mail: [khokhych.dmytro@kneu.edu.ua](mailto:khokhych.dmytro@kneu.edu.ua)

ORCID ID: [0000-0003-3787-939X](https://orcid.org/0000-0003-3787-939X)

**Vadym Berezovyyk**

PhD (Economics), CEO "Profin Consulting" LTD

ORCID ID: [0009-0006-5350-3420](https://orcid.org/0009-0006-5350-3420)

**Quantitative easing (QE) monetary policy and its impact on inflation**

**Abstract.** The relevance of the study is due to the turbulent development of European economies, which directly affects the choice of monetary policy regime. This policy is characterised by quantitative easing (QE) in response to weak demand during a prolonged recession. Today, European central banks continue to use QE and short-term interest rates as additional instruments of conventional policy to curb inflation and stimulate economic growth. The purpose of the article is to analyse the monetary policy of quantitative easing (QE) and its impact on inflation dynamics in European countries. The research methodology includes a systematic method of cognition to determine the feasibility of using conventional and non-conventional monetary policy instruments to overcome monetary shocks of recession; an abstract and logical method to understand the monetary policy strategy of European central banks in the post-crisis period, based on short-term interest rate cuts under the inflation targeting regime; a statistical method to analyse the dynamics of inflation in national economies. Results. The article presents a retrospective analysis of the quantitative easing (QE) monetary policy and its impact on the inflationary processes of European countries in the medium term. The practical significance of the research results is to assess the consequences of the application of the monetary policy of quantitative easing (QE) in developed European countries and to analyse the deviations of central banks' inflation forecasts from its actual values. The originality of the article is due to the need to determine the prospects for the application of the monetary policy of quantitative easing (QE) and its impact on inflationary processes in the post-crisis period. Conclusions. Lower interest rates and increased public spending stimulate aggregate demand, which results in an unwinding of the inflationary spiral. The transition to inflation targeting and interest rate hikes rarely occurs in a neutral macroeconomic environment. In practice, especially in emerging economies, monetary policy tightening is often a reaction to external shocks. Crises of this type are accompanied by a sharp jump in devaluation, inflation, a decline in GDP, instability in the financial sector, and a slowdown in economic growth. Russia's full-scale invasion of Ukraine has had an impact on the economies of European countries. The uncertainty of the duration of the hostilities is holding back economic activity. Trade disruptions are leading to new shortages of materials and inputs. Rising energy and raw material prices are reducing supply and demand. The development of the European economy will crucially depend on how events in Ukraine develop, under the influence of external sanctions imposed by the aggressor country and possible further measures. At the same time, economic activity is still supported by the economic recovery from the crisis phase of the pandemic. Inflation increased significantly and remained high in 2023, mainly due to a sharp rise in energy prices. Inflationary pressures increased in many sectors of the economy.

**Keywords:** *monetary policy, inflation targeting, conventional instruments, interest rate, inflation, central bank.*

Tab. 5, bibl.: 29

**JEL Classification:** E42, E52, E31

**For citation:** Khodakevich S., Khokhych D., Berezovyyk V. Quantitative easing (QE) monetary policy and its impact on inflation. *Financial and Credit Systems: Prospects for Development*. №2(13) 2024. P. 116-131. DOI: <https://doi.org/10.26565/2786-4995-2024-2-11> [in Ukrainian]

**References**

1. T. Wieladek (2024). Does QE have a stronger inflation effect than conventional monetary policy? / *Macroeconomic Matters*. 21 February. URL: <https://macroprudentialmatters.com/qe-stronger-inflation-effect-than-conventional-monetary-policy/>
2. Baumeister, C. and L. Benati (2013). "Unconventional Monetary Policy and the Great Recession: Estimating the Macroeconomic Effects of a Spread Compression at the Zero Lower Bound" *International Journal of Central Banking* Vol. 9. Pp. 165-212.

3. Fabo, B., Jancokova, M., Kempf, E. and L. Pastor. (2021). "Fifty shades of QE: Comparing findings of central bankers and academics". *Journal of Monetary Economics*. Vol. 120(C). Pp. 1-20.
4. Gambacorta, L., B. Hofmann and G. Peersman. (2014). "The effectiveness of unconventional monetary policy at the zero lower bound: a cross-country analysis. *Journal of Money, Credit and Banking*. Vol. 46. Pp. 615-642.
5. Wu, J.C. and F.D. Xia (2016). "Measuring the macroeconomic impact of monetary policy at the zero lower bound." *Journal of Money, Credit and Banking*. Vol. 48. Pp. 253-291.
6. Bu, C., J. Rogers and W. Wu (2021). "A unified measure of Fed monetary policy shocks", *Journal of Monetary Economics*. Vol. 118, Pp. 331-349.
7. Swanson, E. and J. Williams. (2014). "Measuring the effect of the Zero Lower Bond on Medium-and longer-term interest rates" *American Economic Review*. Vol. 104(10). Pp. 3154-85.
8. Aruoba, S.B., M. Mlikota, F. Schorfheide and S. Villavazo. (2022). "SVARs with occasionally-binding constraints". *Journal of Econometrics*. Vol 231. Pp 477-499.
9. Mavroeides, S. (2021). "Identification at the Zero Lower Bound". *Econometrica*. Vol. 89. Pp. 2855–2885.
10. European Commission, 2015. "Data on budget commitments" URL: [https://ec.europa.eu/regional\\_policy/en/policy/evaluations/data-for-research/](https://ec.europa.eu/regional_policy/en/policy/evaluations/data-for-research/)
11. Official site of the European Central Bank. URL: <https://data.ecb.europa.eu/data/datasets>
12. Demircuc-Kunt, Asli; Lokshin, Michael; Torre, Ivan; Torre, Iván. (2020). Opening-up Trajectories and Economic Recovery: Lessons after the First Wave of the COVID-19 Pandemic. Policy Research Working Paper; No. 9480. URL: <https://hdl.handle.net/10986/34835>
13. European Central Bank. Monetary Policy Decisions (2019). 12 September URL:<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2019/html/ecb.mp190912~08de50b4d2.en.html>
14. Liu, Z., & Rudebusch, G. (2010). Inflation: mind the gap. *FRBSF Economic Letter*, 2, 1-4.
15. Lansing, K. J. (2006). Will moderating growth reduce inflation? *FRBSF economic letter*.
16. Revenko A. Chy tochnyi tsinovyi barometr. Dzerkalo tyzhnia. 2020. 25 travnia. Retrieved from URL: <https://zn.ua/ukr/macrolevel/chi-tochniy-cinoviy-barometr-348764.html> [in Ukraine]
17. Inflatsiini zvity. Natsionalnyi bank Ukrainy. Ofitsiyni sait. Retrieved from URL: <https://bank.gov.ua/ua/monetary/report> [in Ukraine]
18. Statistics Data World Bank. Retrieved from URL: <https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators#> [in Ukraine]
19. OECD (2021). OECD Economic surveys: France 2021 (OECD economic surveys, 2021/18). OECD Publishing, 18 Nov. 2021 – 145 p. URL: [https://books.google.com.ua/books/about/OECD\\_Economic\\_Surveys\\_France\\_2021.html?id=uXZPEAAQBAJ&redir\\_esc=y](https://books.google.com.ua/books/about/OECD_Economic_Surveys_France_2021.html?id=uXZPEAAQBAJ&redir_esc=y)
20. World Bank (2021b). *Global economic prospects*. June. Washington, DC. URL: <https://www.worldbank.org/en/news/press-release/2021/06/08/world-bank-global-economic-prospects-2021>
21. Bernanke B. (2010). *Monetary policy and the housing bubble*. Speech at the Annual Meeting of the American Economic Association, Atlanta, Georgia, January 3.
22. Statista / Industries / Consumer Goods&FMCG. URL: <https://www.statista.com/markets/415/consumer-goods-fmcg/>
23. IMF (2021). *Fiscal monitor*, April. Washington, DC: International Monetary Fund.
24. Dhyne E., Alvarez L., Le Bihan FL, Veronese G., Dias D., Hoffmann J., Jonker N., Lunnemann P., Rumler F., Vilmunen J. (2006). Price changes in the euro area and the United States: Some facts from individual consumer price data. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 20, No. 2, pp. 171-192. <https://doi.org/10.1257/jep.20.2.171>
25. Carrillo J., Elizondo R., Rodriguez-Perez C. (2017). What determines the neutral rate of interest in an emerging economy? Banco de Mexico Working Paper, No. 22.
26. Salerno T. (2016). The Fed and Bernanke are wrong about the natural interest rate. *Mises Institute Wires*, June 26. URL: <https://mises.org/mises-wire/fed-and-bernanke-are-wrong-about-natural-interest-rate>
27. Yukhymenko T. Praktychni aspekty inflatsii: spryiniattia ta problemy yii vymiriuvannia. NBU. 13 lystopada 2020 r. Retrieved from URL: [https://bank.gov.ua/admin/uploads/article/Praktychni\\_aspekty\\_inflyatsiyi\\_spryynvattya\\_%20Yukhymenko\\_2020-11-13.pdf?v=4](https://bank.gov.ua/admin/uploads/article/Praktychni_aspekty_inflyatsiyi_spryynvattya_%20Yukhymenko_2020-11-13.pdf?v=4) [in Ukraine]
28. Cost-of-living crisis: Jack Monroe hails ONS update of inflation calculations. *The Guardian*. 2022. January, 26. URL: <https://www.theguardian.com/business/2022/jan/26/cost-of-living-crisis-ons-inflation-jack-monroe>
29. The dispersion of price changes in the Consumer Prices Index: 2022. Office for national statistics. URL: <https://www.ons.gov.uk/economy/inflationandpriceindices/articles/thedispersionofpricechangesintheconsumerpricesindex/2022>

The article was received by the editors 14.04.2024

The article is recommended for printing 30.05.2024