

30 РОКІВ ГРИВНІ: ІСТОРІЯ НЕДОВІРИ



Уроки провального монетарного експерименту довжиною в тридцять років.

Чому українці тримають кошти в іноземних валютах та не довіряють гривні?

ЗМІСТ

Вступ	3
Законодавча база для Національного банку та монетарної політики Заходу	4
Провал у досягненні головної мети монетарної політики в Україні	6
Монетарна політика України за різних президентів	10
Як Україна, Туреччина та Аргентина опинилися в групі монетарних невдах	12
Перегляд концепції подвійного мандата (dual mandate)	14
Чому Інфляція така шкідлива?	17
Висновки дослідження	19
Рекомендації Міжнародного Інституту Свободи	20

Над дослідженням працювали:

Автор дослідження: Ярослав Романчук

Науковий редактор: Тетяна Стройко
Випусковий редактор: Наталія Слюсар
Дизайн: Яна Шевченко

Уряд України припустився **грубої теоретичної помилки**, зобов'язавши центральний банк країни виконувати навіть не дві, а більше функцій з самого початку діяльності Національного банку.

Цю помилку поглибили умови введення гривні — дуже висока інфляція, гострий дефіцит фахівців у сфері монетарної та макроекономічної політики, несформована структура капіталу та валютного ринку, слабкі інститути державного управління та нерозвинений фінансовий ринок. У наступні 30 років ця помилка не була виправлена. Відсутність власної національної наукової школи з вивчення теорії грошей, фінансів та кредитних відносин та **полімандатність** суттєво ускладнили забезпечення грошової та макроекономічної стабільності економіки України в цілому.

Архітектори фінансової системи 1990-х проігнорували досвід як розвинених, так і країн, що розвиваються, у сфері монетарної політики та досягнення цінової стабільності з урахуванням умов системного, структурного переходу від централізованої планової економіки до ринкової.

Українська гривня була створена 25 серпня 1996 року Указом Президента Леоніда Кучми № 762/96 «Про грошову реформу в Україні».

Цей документ було прийнято відповідно до статей 99 та 102 Конституції України: «Грошовою одиницею України є гривня. Забезпечення стабільності грошової одиниці є основною функцією центрального банку держави – Національного банку України»¹.

¹<https://constitution.in.ua/articles/99/>

Закон «Про Національний банк України»² був прийнятий у 1999 році, але станом на кінець 2025 року до нього 92 рази вносилися зміни, тобто в середньому тричі на рік. Цей факт чимало говорить про якість та стабільність законодавчого поля, що регулюється головним інститутом проведення монетарної політики.

²Закон України «Про Національний банк України». (Відомості Верховної Ради України (ВВР), 1999, № 29, ст.238 <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/679-14#Text>



ЗАКОНОДАВЧА БАЗА ДЛЯ НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ ТА МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ ЗАХОДУ

Для початку проаналізуємо законодавчу базу монетарної політики України у світлі міжнародної практики та стандартів.

“ МІНУ СПОВІЛЬНЕНОЇ ДІЇ ПІД УКРАЇНСЬКУ ГРИВНЮ, ЯКІСТЬ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ ТА ФІНАНСОВИЙ РИНОК КРАЇНИ ЗАГАЛОМ БУЛО ЗАКЛАДЕНО ВЖЕ В САМОМУ ЗАКОНІ «ПРО НАЦІОНАЛЬНИЙ БАНК УКРАЇНИ».

Зокрема, стаття 4 свідчить: «Національний банк є економічно самостійним органом, який здійснює витрати за рахунок власних доходів, а у визначених цим Законом випадках — також за рахунок коштів Державного бюджету України».

Виникає слушне запитання: навіщо економічна самостійність органу державного управління і що це взагалі за госпрозрахунок? Це положення не надто небезпечне для виконання Національним банком своїх функцій.

Стаття 6 закону визначає **основну функцію Нацбанку**: «Відповідно до Конституції України основною функцією Національного банку є забезпечення стабільності грошової одиниці України». Відповідно, пріоритетним для Нацбанку є досягнення та підтримка цінової стабільності в країні. Начебто все гранично зрозуміло: Національний банк у своїй діяльності зобов'язаний орієнтуватися на KPI у вигляді **інфляції**, тобто індексу споживчих цін (ІСЦ). Але в законі є важливе уточнення: Нацбанк **сприяє фінансовій стабільності**, зокрема, банківської системи за умови, що це не перешкоджає досягненню ним своєї головної мети та пріоритету – цінової стабільності. Проте в тій же статті 6 Закону про Національний банк **розширюється його функціонал**:

«Національний банк також сприяє додержанню стійких темпів економічного зростання та підтримує економічну політику Кабінету Міністрів України за умови, що це не перешкоджає досягненню цілей, визначених у частинах другій та третій цієї статті»³. А загалом у статті 7 «Інші функції» Нацбанку представлено список із 41 пункту, що говорить про розуміння суті та функціоналу цього органу в економічній політиці країни.

³<https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/679-14#Text>

Наведемо приклади визначення мети та функцій центральних банків кількох провідних країн світу.

ШВЕЙЦАРІЯ

«Швейцарський національний банк (SNB) уповноважений проводити грошово-кредитну політику таким чином, щоб гроші зберігали свою вартість, а швейцарська економіка розвивалася належним чином»⁴.

⁴<https://www.snb.ch/en/the-snb/mandates-goals/monetary-policy>

Дані щодо інфляції, розвитку фінансового ринку, купівельної спроможності Швейцарського національного банку, кількісних та якісних показників швейцарської економіки дають підстави зробити висновок, що Швейцарський національний банк (ШНБ) є одним із найкращих, якщо не найкращим у світі. Тому для України особливо важливо вивчити та застосувати його досвід і спосіб функціонування.

Ось як виглядає законодавча вимога до Швейцарського національного банку:

«Стаття 99 Федеральної конституції покладає на ШНБ, як на незалежний центральний банк, відповідальність за проведення грошово-кредитної політики в інтересах країни в цілому. Цей мандат детально викладено в Законі про Національний банк (ст. 5, п. 1), який зобов'язує ШНБ забезпечувати стабільність цін і при цьому належним чином враховувати економічний розвиток»⁵.

⁵<https://www.snb.ch/en/the-snb/mandates-goals/monetary-policy/strategy>

Стаття 5 «Завдання» Закону про Швейцарський національний банк передбачає:

«1. Національний банк проводить грошово-кредитну політику, що відповідає інтересам країни в цілому. Він забезпечує стабільність цін. Виконуючи це завдання, він повинен враховувати стан економічних процесів»⁶. 7

⁶<https://www.fedlex.admin.ch/eli/cc/2004/221/en>

Ось визначення поняття «цінова стабільність» від ШНБ, яке, по суті, прийнято центральними банками всіх ринкових країн світу:

«Швейцарський національний банк (SNB) визначає цінову стабільність як зростання швейцарського індексу споживчих цін (ІСЦ) на рівні менше ніж 2% на рік. Дефляція, тобто стійке зниження рівня цін, також суперечить меті забезпечення цінової стабільності»⁷. 7

⁷<https://www.snb.ch/en/the-snb/mandates-goals/monetary-policy/strategy>

Про важливість цінової стабільності та збереження купівельної спроможності національної валюти свідчить такий простий розрахунок ШНБ:

«За скільки часу купівельна спроможність одного швейцарського франка знижується вдвічі?

При річному рівні інфляції 1% — за 70 років.

При річному рівні інфляції 2% — за 35 років.

При річному рівні інфляції 5% — за 15 років.

При річному рівні інфляції 10% — за 7 років⁸. Цінова стабільність означає, що рівень цін залишається незмінним. Це також означає, що, хоча ціни на окремі товари, безумовно, можуть коливатися, середнє значення всіх цін змінюється настільки незначно, що в повсякденному житті це практично не відчувається». 7

⁸<https://www.snb.ch/en/snb-explained/price-stability>

Мандат Європейського центрального банку також чітко визначений:

«Головна мета грошово-кредитної політики ЄЦБ — забезпечення цінової стабільності. Це означає, що ми прагнемо, щоб інфляція — темп зміни цін на товари та послуги з плином часу — залишалася низькою, стабільною та передбачуваною. Для досягнення цієї мети ми прагнемо стабілізувати інфляційні очікування та впливати на «температуру» економіки, забезпечуючи оптимальні умови — ні занадто спекотні, ні занадто холодні. Ми досягаємо цього за допомогою нашої грошово-кредитної політики. Керівна рада вважає, що найкращим способом забезпечення цінової стабільності є орієнтація на рівень інфляції у 2% у середньостроковій перспективі»⁹. 7

⁹<https://www.ecb.europa.eu/monopoly/intro/html/index.en.html>

ПОЛЬЩА

Стаття 3 Закону про Національний банк Польщі говорить наступне:

«Основною метою діяльності НБП є підтримка стабільного рівня цін при одночасній підтримці економічної політики уряду, якщо це не суперечить основній меті НБП»¹⁰. 7

¹⁰Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim. <https://nbp.pl/wp-content/uploads/2022/11/D2022000202501-nbp.pdf>

У вищенаведених прикладах є чітке констатування того, для чого потрібен Національний банк: стабільність цін і, як наслідок, збереження купівельної спроможності національної валюти.

ТАКИМ ЧИНОМ, ЦЕНТРАЛЬНИЙ БАНК, ЯК ОСОБЛИВА ІНСТИТУЦІЯ ДЕРЖАВНОГО УПРАВЛІННЯ, ПІСЛЯ ЛІКВІДАЦІЇ ЗОЛОТОГО СТАНДАРТУ ТА НАЦІОНАЛІЗАЦІЇ ГРОШЕЙ БУВ СТВОРЕНИЙ З ОДНІЄЮ КОНКРЕТНОЮ, ЧІТКО ВИЗНАЧЕНОЮ МЕТОЮ — ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ЦІНОВОЇ СТАБІЛЬНОСТІ.

Цифровим індикатором цієї мети заведено вважати індекс споживчих цін. Цей режим називається одномандатністю. У XX столітті центральні банки здебільшого працювали в цьому режимі. Модифікацію запровадив центральний банк Америки в той час, коли у 1977 році Конгрес США узаконив режим подвійного мандата. Федеральній резервній системі доручили забезпечувати «максимальну зайнятість» та «цінову стабільність», що розширило повноваження центрального банку, але збільшило кількість і обсяг узаконених інтервенцій у рамках монетарної політики, яка явно стала підігравати фіскальній політиці. У результаті почала страждати пріоритетна мета, тому що утворилася класична ситуація конфлікту мандатів, яку точно описує прислів'я: «За двома зайцями побіжиш — жодного не зловиш».

Після численних криз, зокрема кризи доткомів на початку 2000-х років, фінансової кризи 2008–2009 років, інфляційної кризи 2020-х років, у США, Європі, країнах ОЕСР активізувалася дискусія щодо мандата центрального банку. Прихильники неокейнсіанства, м'якої монетарної включаючи представників так званої сучасної грошової теорії (modern monetary theory — ММТ¹¹) наполягали на подальшому розширенні повноважень центрального банку. Наприклад, ЄЦБ ухвалив рішення підтримувати кліматичний порядок денний та перехід до нульової емісії:

¹¹Сучасна монетарна теорія (Modern Monetary Theory, ММТ) — це сукупність теоретичних гіпотез і тверджень, що ґрунтуються на чарталізмі та державній теорії грошей. Вона виходить із припущення, що гроші є формою соціальних боргових відносин, які створюються державою насамперед для забезпечення стягнення податків. Її прихильники вважають, що держава може фінансувати бюджетні видатки шляхом грошової емісії, досягаючи повної зайнятості без загрози інфляції. ММТ є одним із напрямів розвитку широкої посткейнсіанської економічної традиції. Її практична реалізація передбачає значну участь держави в економіці, зокрема проведення активної фіскальної політики за умови жорсткого державного контролю над фінансовими ринками, а також виконання державою функцій роботодавця останньої інстанції. Відповідно до положень ММТ, грошова емісія є первинною: шляхом створених грошей держава фінансує свої видатки, а за допомогою податків регулює обсяг грошової маси в обігу, щоб запобігти інфляції.

«Скорочення викидів вуглецю — єдиний спосіб уникнути найсерйозніших наслідків зміни клімату. З цієї причини Європейський Союз взяв на себе зобов'язання скоротити викиди на 55% до 2030 року та перейти до економіки з нульовим рівнем викидів до 2050 року. Хоча основна відповідальність за стимулювання та підтримку цього переходу лежить на урядах і законодавчих органах, ми в ЄЦБ також маємо зробити свій внесок, сприяючи розвитку сталого фінансування та екологізації наших операцій у сфері грошово-кредитної політики, не шкодячи при цьому нашій основній меті — забезпеченню цінової стабільності»¹².

¹²Supporting the green transition. https://www.ecb.europa.eu/ecb/climate/green_transition/html/index.en.html

На папері положення «не обмежуючи досягнення основної мети», «якщо це не перешкоджає досягненню основної мети» не виглядають як загроза ціновій стабільності, а на практиці наявність суперечливих функцій центрального банку узаконює його інтервенціонізм у сферах економічної діяльності, що виходять за межі мандата щодо підтримки стабільності цін. Такий режим є особливо ризикованим для цінової та макроекономічної стабільності в країнах, що розвиваються, та країнах з перехідною економікою.

УКРАЇНА ПОТРАПИЛА В ПАСТКУ ПОЛІМАНДАТНОСТІ Й В РЕЗУЛЬТАТІ СТАЛА ОДНІЄЮ З НАЙБІЛЬШ НЕБЛАГОПОЛУЧНИХ КРАЇН СВІТУ З ПОГЛЯДУ ЦІНОВОЇ НЕСТАБІЛЬНОСТІ ТА ЗБЕРЕЖЕННЯ КУПІВЕЛЬНОЇ СПРОМОЖНОСТІ ГРИВНІ.

ПРОВАЛ У ДОСЯГНЕННІ ГОЛОВНОЇ МЕТИ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ В УКРАЇНІ

У ПЕРІОД 1992–1995 РОКІВ СЕРЕДНЬОРІЧНА ІНФЛЯЦІЯ В УКРАЇНІ СТАНОВИЛА 3185%.

З точки зору економічної науки загалом і монетарної теорії зокрема, це був час тотального ігнорування владою України базових положень, елементарних істин та аксіом економічної науки. Політики обклали українців руйнівним інфляційним податком, який знищив заощадження багатьох поколінь українців.

У першій половині 1990-х років в Україні відбувся безпрецедентний за своїми масштабами **перерозподіл багатства та капіталу**, накопичених за час перебування України у складі радянської тоталітарної імперії, на користь 3% населення коштом решти 97%. Це було узаконене пограбування, монетарне мародерство, кампанія з доведення до бідності та злиднів понад 70% населення.

Дії української влади того періоду не мали жодного стосунку до лібералізму, вільного ринку чи капіталізму. Це могла бути свідомо провокація, операція з розорення молоді держави з боку Росії. На жаль, п'ята колона всередині України, агенти впливу РФ стали співучасниками цього безпрецедентного за масштабами грабунку. Це могло бути наслідком гострого дефіциту професійних, наукових знань у сфері монетарної теорії та економіки загалом. Нарешті, така низька якість монетарної політики могла бути наслідком того, що політики та ухвалювачі рішень проігнорували поради та рекомендації українських та іноземних вчених, експертів у сфері монетарної та макроекономічної політики.

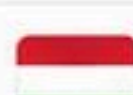
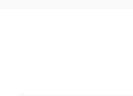
Для порівняння — середньорічна інфляція у період 1992–1995 років¹³ становила: у Словаччині — 32,9%, у Росії — 922%, у Румунії — 146,3%, у Польщі — 33,2%, у Молдові — 793,8%, у Литві — 357,6%, у Казахстані — 1593,5%, в Угорщині — 23,1%, у Чехії — 12,1%, у Болгарії — 74,5%, у Білорусі — 1446,3%, у Вірменії — 3538,5%, в Азербайджані — 1140,5%.

Україна показала найгірші результати в ціновій політиці не тільки серед країн Центральної та Східної Європи, але й разом із Вірменією виявилася очевидним аутсайдером на пострадянському просторі. Але Вірменія засвоїла руйнівний інфляційний урок. У період 2000–

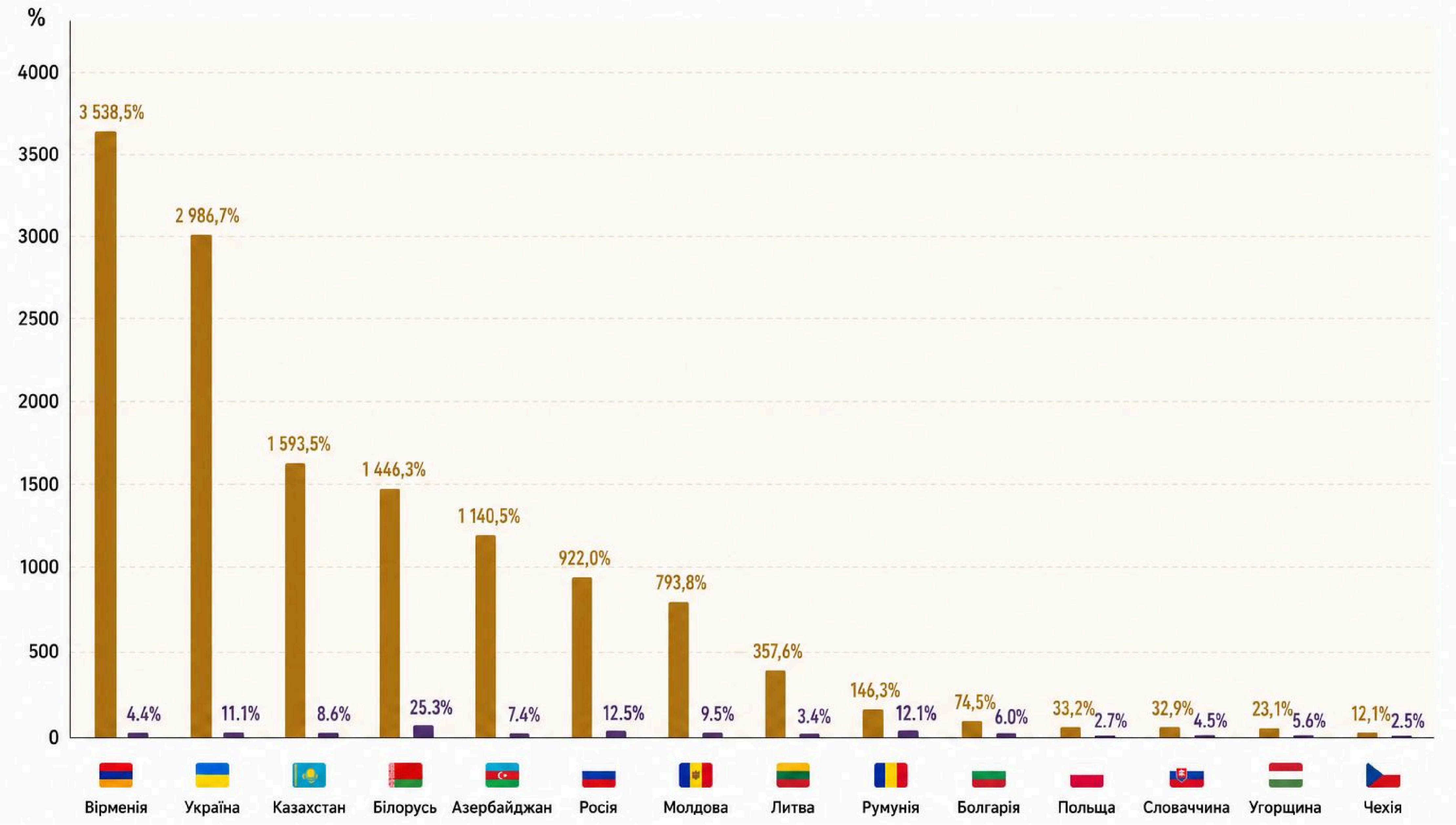
¹³Дані по інфляції 1992–1995 рр. (на кінець періоду) з Transition Report 1997. Enterprise performance and growth. Economic transition in Eastern Europe and the former Soviet Union. https://www.ebrd.com/content/dam/ebd_dxp/assets/pdfs/office-of-the-chief-economist/transition-report-archive/transition-report-1997/Transition-Report-1997-Enterprise-Performance-and-Growth-Cover-English.pdf

2010 років середньорічна інфляція в цій країні становила 4,4%, у період 2010–2025 років – 3,4%. В Україні ж, згідно з базою даних МВФ, середньорічна інфляція після введення гривні у період 1996–2025 років становить 13,4%.

СЕРЕДНЬОРІЧНА ІНФЛЯЦІЯ В ОКРЕМИХ КРАЇНАХ З ПЕРЕХІДНОЮ ЕКОНОМІКОЮ, 1992 – 1995 РОКИ

КРАЇНА	1992–1995	2000–2010
 Вірменія	3 538,5%	4.4%
 Україна	2 986,7%	11.1%
 Казахстан	1 593,5%	8.6%
 Білорусь	1 446,3%	25.3%
 Азербайджан	1 140,5%	7.4%
 Росія	922,00%	12.5%
 Молдова	793,80%	9.5%
 Литва	357,60%	3.4%
 Румунія	146,30%	12.1%
 Болгарія	74,50%	6.0%
 Польща	33,20%	2.7%
 Словаччина	32,90%	4.5%
 Угорщина	23,10%	5.6%
 Чехія	12,10%	2.5%

Джерело: IMF World Economic Outlook (WEO).
Показник — зміна середніх споживчих цін рік до року, %.



Джерело: IMF World Economic Outlook (WEO).
Показник — зміна середніх споживчих цін рік до року, %.

ІНФЛЯЦІЯ В УКРАЇНІ, 1992 – 2026 РОКИ



Джерело: IMF World Economic Outlook (WEO).
Показник — зміна середніх споживчих цін рік до року, %.

Причиною провалу монетарної політики України стало грубе ігнорування природи грошей, рекомендацій не тільки представників Австрійської економічної школи (яких у 1990-х роках в Україні практично не було на такому рівні, щоб брати участь у розробці економічної політики), а й монетарної школи.

Українська влада обрала **кейнсіанський**, глибоко інтервенціоністський підхід до монетарної політики, проігнорувавши об'єктивний взаємозв'язок між кількістю грошей в обігу та інфляцією. Причому це стосується не якогось одного керівника уряду, одного президента, складу Верховної Ради чи керівництва Національного банку. Йдеться про теоретичну, **системну помилку**, яка була закладена в основу монетарної політики в середині 1990-х років, і яку досі не виправили.

“ Немає сумнівів, що неякісна монетарна політика стала однією з причин низьких темпів економічного зростання України, оскільки гальмувала розвиток фінансового та фондового ринків, приплив грошей та інвестицій, розвиток кредитних відносин.

Домінування держави та олігархату в економіці не дозволило створити потужні рушії стійкого попиту на національну валюту, щоб, зрештою, сформувати ринкову структуру капіталу. З іншого боку, Верховна Рада, яка мала стежити за виконанням свого мандата Національним банком, також стала співучасницею розграбування економіки країни на законних підставах.

ШИРОКА ГРОШОВА МАСА УКРАЇНИ, МЛРД ГРН, 1996 – 2025 РОКИ

Показники на початок періоду	01.01. 1996	01.01. 2001	01.01. 2006	01.01. 2011	01.01. 2016	01.01. 2021	01.01.2023	01.01.2024	01.01.2025	01.01.2026
М0	2,62	12,8	60,23	182,99	282,67	516,08	666,1	716,17	759,75	866,94
Грошова база	3,54	16,78	82,76	225,69	336	595,99	792,5	976,94	1052,1	1174,5
М1	4,68	20,76	98,57	289,89	472,22	1050,05	1571,4	1863,18	2129,28	2524,45
М2	6,85	31,54	193,15	596,84	993,81	1847,36	2500,5	3076,43	3487,86	4020,83
М3	6,93	32,25	194,07	597,87	994,06	1850,01	2501,6	3077,19	3488,38	4021,31

ШИРОКА ГРОШОВА МАСА УКРАЇНИ, ЗМІНИ У %, 2001 – 2025 РОКИ

Показники	01.01.2001 – 01.01.1996	01.01.2006 – 01.01.2001	01.01.2011 – 01.01.2006	01.01.2016 – 01.01.2011	01.01.2021 – 01.01.2016	01.01.2026 – 01.01.2021
М0	у 4,9 раза	↑ у 4,7 раза	↑ у 3,0 раза	на 54,50%	на 82,60%	на 68,00%
Грошова база	у 4,7 раза	↑ у 4,9 раза	↑ у 2,7 раза	на 48,90%	на 77,40%	на 97,10%
М1	у 4,4 раза	↑ у 4,7 раза	↑ у 2,9 раза	на 62,90%	↑ у 2,2 раза	↑ у 2,4 раза
М2	у 4,6 раза	↑ у 6,1 раза	↑ у 3,1 раза	на 66,50%	на 85,90%	↑ у 2,2 раза
М3	у 4,7 раза	↑ у 6,0 раза	↑ у 3,1 раза	на 66,30%	на 86,10%	↑ у 2,2 раза

Джерело: Національний банк України <https://bank.gov.ua/>

Порівняння змін грошових параметрів України з динамікою широкої грошової маси Польщі у період 1997–2025 років, а також у зоні євро у період 2000–2025 років дозволяє наочно побачити причини високої інфляції в Україні та її взаємозв'язок із грошовою пропозицією.

Польща, безперечно, стала бенефіціаром інтеграції до Європейського Союзу, але навіть її половинчасті реформи відкрили потужні джерела економічного зростання.

Національний банк Польщі протягом понад 25 років проводив монетарну політику з метою досягнення стабільності цін — тобто намагаючись утримувати інфляцію в межах 2% на рік. Однак йому не вистачило рішучості, а також підтримки уряду, який також мав зробити свій внесок у макроекономічну стабільність (дефіцит бюджету, державний борг, обсяг державних видатків).

На тлі України Польща виглядає цілком успішною країною з відносно відповідальними органами, що проводять макроекономічну політику.

Монетарна політика  **Європейського центрального банку** та  **ФРС США** у сучасному світі фіатних грошей є стандартом, на який орієнтуються інші країни.

 ШИРОКА ГРОШОВА МАСА ПОЛЬЩІ, МЛРД ЗЛОТИХ, 1997 – 2025 РОКИ

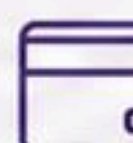
Показники на початок періоду	01.01.1997	01.01.2001	01.01.2006	01.01.2011	01.01.2016	01.01.2021	01.01.2023	01.01.2024	01.01.2026
 M0	34,2	48,77	70,51	139,73	212,18	384,13	422,91	566,14	613,27
 M1	67,87	106,46	220,64	449,19	692,12	1531,71	1584,9	1858,5	2069,91
 M2	140,04	300,42	415,16	774,66	1145,26	1814,75	2078,25	2259,22	2725,62
 M3	140,43	300,76	427,13	783,65	1154,99	1822,73	2091,26	2268,25	2737,69

 ЗМІНА ШИРОКОЇ ГРОШОВОЇ МАСИ ПОЛЬЩІ, 1997 – 2025 РОКИ

Показники	01.01.2001 – 01.01.1997	01.01.2006 – 01.01.2001	01.01.2011 – 01.01.2006	01.01.2016 – 01.01.2011	01.01.2021 – 01.01.2016	01.01.2026 – 01.01.2021
 M0	0,426	0,446	0,982	0,518	81	0,597
 M1	0,569	↑ у 2,1 раза	↑ у 2,0 раза	0,541	↑ у 2,2 раза	0,351
 M2	↑ у 2,1 раза	0,382	0,866	0,478	0,585	0,502
 M3	↑ у 2,1 раза	0,42	0,835	0,474	0,578	0,502
Періоди	1997 – 2001	2001 – 2006	2006 – 2011	2011 – 2016	2016 – 2021	2021 – 2025
Середньорічне зростання інфляції, на кінець періоду, %	8,7	2,1	3,3	1,2	3,1	6,4
Середньорічні темпи зростання ВВП, %	4,41	3,45	4,73	3,14	3,98	3,17

Джерело: дані Національного банку Польщі. <https://nbp.pl/>

 ШИРОКА ГРОШОВА МАСА ЗОНИ ЄВРО, МЛРД ЄВРО, 2000 – 2025 РОКИ

Показники на початок періоду	01.01.2000	01.01.2001	01.01.2006	01.01.2011	01.01.2016	01.01.2021	01.01.2026
 M0	588,4	2201,8	2670,9	3712,6	3604,9	3469,9	4984,7
 M1	1925,2	2025,2	3422,3	4710,7	6612,4	10273,1	11092,5
 M2	4078,9	4227	6093,2	8423,3	10217,3	13742,9	16077,2
 M3	4667,2	4859,2	7087,7	9298,8	10842,6	14477,1	17203,3

Джерело: дані Європейського центрального банку. <https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html>

ЗМІНИ ШИРОКОЇ ГРОШОВОЇ МАСИ ЄВРО, МЛРД ЄВРО, 2000 – 2025 РОКИ

Показники на початок періоду	01.01.2006 до 01.01.2001	01.01.2011 до 01.01.2006	01.01.2016 до 01.01.2011	01.01.2021 до 01.01.2016	01.01.2026 до 01.01.2021
 M0	0,213	0,39	-2,90%	-3,70%	0,437
 M1	0,69	0,376	0,404	0,554	8
 M2	0,441	0,382	0,213	0,345	17
 M3	0,459	0,312	0,166	0,335	0,188

Джерело: дані Європейського центрального банку, <https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html>

Ми спостерігаємо досить консервативний, стриманий підхід ЄЦБ до збільшення грошової маси. Саме тому середньорічна інфляція у період 2000–2020 років становила ~2%. Після монетарного пом'якшення у зв'язку з COVID різкого збільшення активних грошей (показник M0 у 2021–2025 роках зріс на 43,7%), наближення до зони стагнації, у світлі втрати інституційної конкурентоспроможності середньорічна інфляція в зоні євро у 2021–2025 роках становила 4,2%, що ще раз доводить взаємозв'язок між кількістю грошей в обігу та рівнем інфляції.

ЄЦБ, як і ФРС, вже понад п'ять років намагається повернутися до цільового показника інфляції на рівні **2% річних**, але через вимоги до центральних банків, що впливають з їхніх інших мандатів (повна зайнятість, підтримка економічного зростання), їм поки що цього досягти не вдалося. Проте у порівнянні з Україною і Польща, і єврозона, і ФРС, не кажучи вже про Швейцарію, є прикладами набагато якіснішої монетарної політики.

МОНЕТАРНА ПОЛІТИКА УКРАЇНИ ЗА РІЗНИХ ПРЕЗИДЕНТІВ

Темпи зростання всіх складників широкої грошової маси України з 1996 по 2025 рр. у контексті реальної економічної активності зумовили **високу інфляцію гривні**.

- У період 1996–2001 рр. обсяг готівки в обігу (M0) зріс у 4,9 раза, грошова маса в гривні (M2) — у 4,6 раза, грошова база — у 4,7 раза.
- У період 2001–2005 рр. темпи зростання різних компонентів широкої грошової маси не знизилися: обсяг M0 зріс у 4,7 раза, грошова база збільшилася у 4,9 раза, показник M2 — у 6,1 раза.

Не дивно, що в період президентства **Л. Кучми*** (1996–2005 роки) середньорічна інфляція становила 15,1%. За цей період обсяг готівки в обігу (M0) збільшився у 23 рази, грошова база зросла у 23,4 раза, показник M2 — у 28,2 раза, а середньорічні темпи економічного зростання становили **мінус 0,48% ВВП**.

За час президентства **В. Ющенка** (2005–2010 роки) темпи зростання широкої грошової маси знизилися, але все одно були неадекватно високими, якщо ставити за мету стабілізацію цін. Так, за цей період обсяг готівки в обігу зріс у 4,3 раза, грошова база — у 4,2 раза, показник M2 — у 4,8 раза. Це зумовило збереження високої інфляції, яка в цей період становила 13,7% у середньому за рік. Особливо зазначимо, що середньорічні темпи зростання економіки за цей період становили лише **1,7% ВВП**.

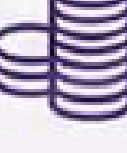
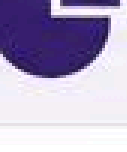
Вульгарне, псевдонаукове твердження, що інфляція є джерелом економічного зростання, спростовується не лише на прикладі України, а й практично всіх країн світу, якщо розглядати довгострокові тренди.

У період правління **В. Януковича** (2010–2014 роки) було зафіксовано історично найнижчі темпи зростання різних компонентів широкої грошової маси, а середньорічна інфляція знизилася до 7,8% при **нульових темпах** економічного зростання за цей період.

За президентства **П. Порошенка** (2014–2019 роки) монетарна політика залишалася такою ж безвідповідальною, як і за його попередників. За цей період М0 зріс на 61,6%, грошова база — на 55%, М2 — на 58,4%, а середньорічна інфляція становила 18,0% при середньорічних темпах зростання ВВП у **1,37%**.

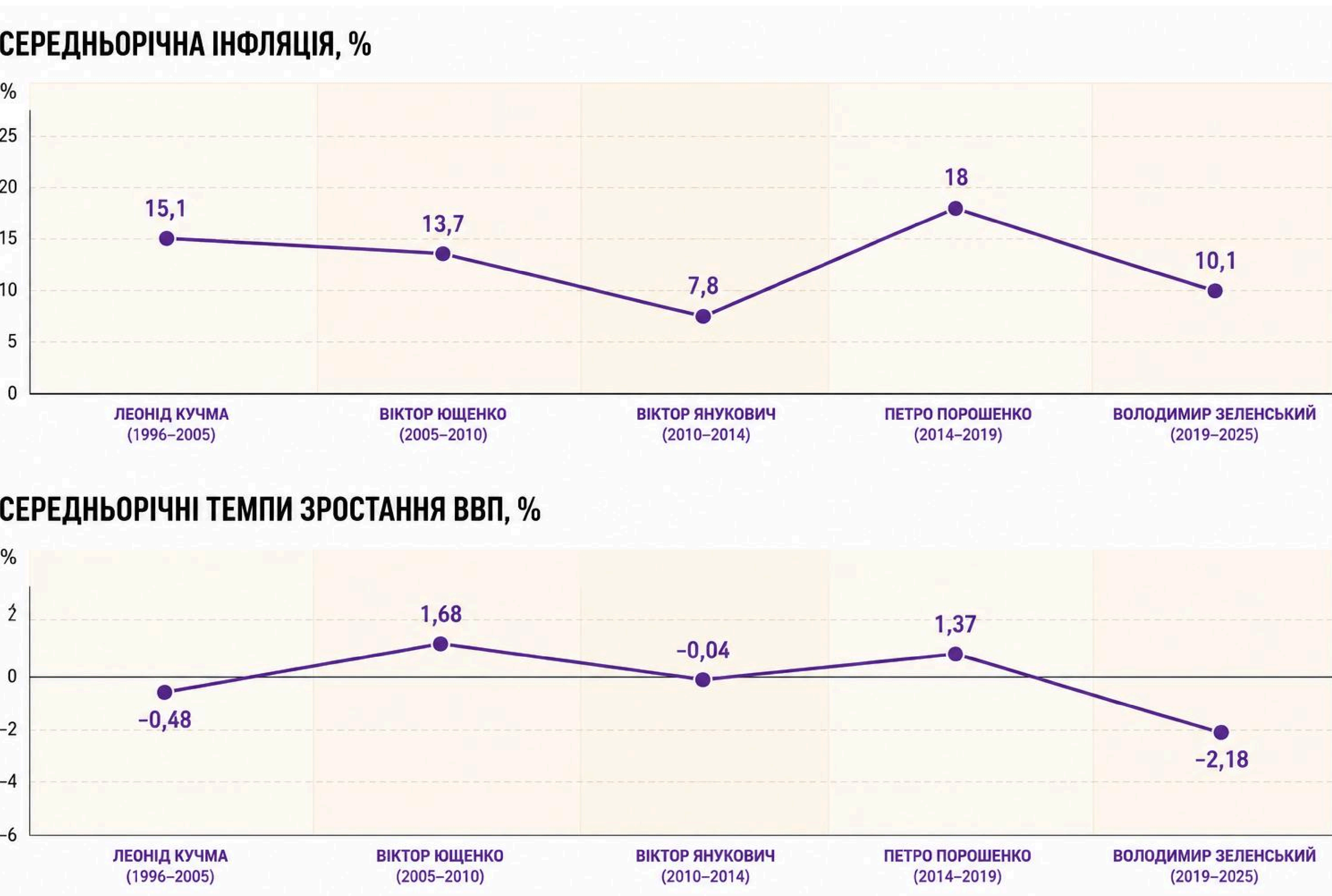
У період президентства **В. Зеленського**** (2019–2025 роки) жодних принципових змін у монетарній політиці Нацбанку не зафіксовано. Знову спостерігається стрімке збільшення обсягу готівки в обігу (зростання у 2,4 раза), грошової бази (зростання у 2,7 раза) та грошової маси гривні (М2) у 3,2 раза при середньорічних темпах зростання ВВП **мінус 2,2%** та середньорічній інфляції на рівні 10,1%.

ІНФЛЯЦІЯ ГРИВНІ ТА ШИРОКА ГРОШОВА МАСА ЗА РІЗНИХ ПРЕЗИДЕНТІВ УКРАЇНИ, 1994 – 2025 РОКИ

	ЛЕОНІД КУЧМА* (1996–2005)	ВІКТОР ЮЩЕНКО (2005–2010)	ВІКТОР ЯНУКОВИЧ (2010–2014)	ПЕТРО ПОРОШЕНКО (2014–2019)	ВОЛОДИМИР ЗЕЛЕНСЬКИЙ (2019–2025)
 Середньорічна інфляція (на кінець періоду), %	15,1	13,7	7,8	18	10,1
 Зростання готівки в обігу (М0)	2,62 60,23 Зростання в 23 раза	42,35 182,99 Зростання в 4,3 раза	157,03 282,95 Зростання на 80,2%	237,78 384,37 Зростання на 61,6%	363,63 866,94 Зростання в 2,4 раза
 Зростання грошової бази	3,54 82,76 Зростання в 23,4 раза	53,76 225,69 Зростання в 4,2 раза	194,97 333,19 Зростання на 70,9%	307,14 477,49 Зростання на 55,5%	435,8 1174,5 Зростання в 2,7 раза
 Зростання грошової маси (М2)	6,85 193,15 Зростання в 28,2 раза	125,48 596,84 Зростання в 4,8 раза	484,77 955,35 Зростання на 97,1%	906,24 1435,22 Зростання на 58,4%	1273,77 4020,83 Зростання в 3,2 раза
 Зростання грошової маси (М3)	6,93 194,07 Зростання в 28 разів	125,8 597,87 Зростання в 4,8 раза	487,3 956,73 Зростання на 96,3%	908,99 1438,31 Зростання на 58,2%	1277,64 4021,31 Зростання в 3,1 раза
 Середньорічні темпи зростання ВВП, %	-0,48	1,68	-0,04	1,37	-2,18

* Інфляція за Л. Кучми, період після впровадження гривні 1996 – 2005 роки.
** Дані за 2019-2025 роки.

ІНФЛЯЦІЯ ГРИВНІ ТА ЗРОСТАННЯ ВВП ЗА РІЗНИХ ПРЕЗИДЕНТІВ УКРАЇНИ, 1994 – 2025 РОКИ



Джерело: база даних МВФ, квітень 2026. <https://data.imf.org/en/datasets/IMF.RES.WEO>

ЯК УКРАЇНА, ТУРЕЧЧИНА ТА АРГЕНТИНА ОПИНИЛИСЯ В ГРУПІ МОНЕТАРНИХ НЕВДАХ

Основні принципи монетарної теорії легко засвоїти, аналізуючи динаміку інфляції, широкої грошової маси та ВВП у довгостроковій перспективі.

У період 2000–2025 рр. середньорічна інфляція в Україні становила 12,1% при середньорічних темпах економічного зростання на рівні 1,2% ВВП. За цей період широка грошова маса (М3) в Україні зросла у 124,5 раза.

Серед великих економік світу вищі темпи зростання широкої грошової маси продемонстрували Аргентина (у 246,1 раза) та Туреччина (у 464,7 раза).

При цьому середньорічна інфляція в Аргентині за цей період становила 33,2% при середньорічних темпах економічного зростання на рівні 1,7% ВВП, а в Туреччині - 17,3% та 5% ВВП відповідно. За такої інфляції та надзвичайно м'якої монетарної політики розрахунок динаміки цін схильний до серйозних спотворень. Тому дані турецьких органів статистики, особливо в умовах сильної політизації та авторитаризму, не слід сприймати за чисту монету.

Туреччина — це приклад того, як держава за допомогою інструментів монетарної, фіскальної та регуляторної політики може створювати групи комерційних фаворитів, які є бенефіціарами не лише бюджетних трансфертів і режиму обмеження конкуренції, а й інфляційного податку.

Зразковою країною з погляду монетарної політики у XXI столітті є Швейцарія.

У 2000–2025 рр. її Національний банк збільшив широку грошову масу лише у 2,5 раза. При цьому середньорічна інфляція становила 0,6% за середньорічних темпів зростання ВВП за цей період на рівні 1,9%.

Досить близькими є показники у США та Великій Британії.

ФРС США за 2000–2025 рр. збільшила широку грошову масу в 4,4 раза, центральний банк Великої Британії — у 3,9 раза.

Середньорічна інфляція у США становила 2,6%, у Великій Британії — 2,7%.

Середньорічні темпи зростання у США становили 2,2% ВВП, у Великій Британії — 1,7% ВВП.

Показники країн, що розвиваються, та країн з перехідною економікою (інфляція, широка грошова маса, економічне зростання) переконують, що використання інструментів монетарної політики для прискорення економічного зростання, залучення інвестицій, підвищення рівня добробуту є небезпечним і ризикованим. Це супроводжується цілою низкою негативних явищ і станів, які, зрештою, гальмують економічний розвиток, а також сприяють неринковому перерозподілу капіталу всередині країни на користь бенефіціарів інфляції та фіскальної політики уряду.

ТЕМПИ ІНФЛЯЦІЇ ТА ЕКОНОМІЧНОГО ЗРОСТАННЯ В ОКРЕМИХ КРАЇНАХ СВІТУ
2000 – 2025 РОКИ, СЕРЕДНЬОРІЧНІ ПОКАЗНИКИ

Країни	2000–2010		2010–2020		2020–2025		2000–2025	
	Інфляція, %	ВВП, %	Інфляція, %	ВВП, %	Інфляція, %	ВВП, %	Інфляція, %	ВВП, %
 Швейцарія	0,9	2,1	-0,1	1,6	1	1,8	0,6	1,9
 Китай	2,3	10,4	2,5	7,2	0,7	4,9	2	8,1
 США	2,5	2	1,7	2	4	2,4	2,6	2,2
 Велика Британія	2,1	1,8	2	0,9	4,4	1,1	2,7	1,7
 Індонезія	8,5	5,4	4,4	4,7	2,7	3,7	5,8	5
 Індія	6,1	6,5	6,4	5,5	5,1	5,6	5,9	6,3
 Бразилія	6,6	3,8	5,7	1	5,7	2,2	6,1	2,4
 Росія	12,7	5,4	6,6	1,6	8	2	9,9	3,3
 Україна	12,2	4,7	11,5	0,2	11,1	-3,1	12,1	1,2
 Туреччина	3,8	4,5	9,4	5,5	54,3	5,2	17,3	5
 Аргентина	9,5	3,3	22,9	0	90,4	1,3	33,2	1,7

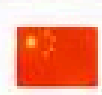
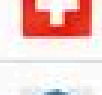
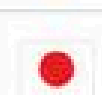
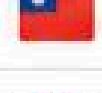
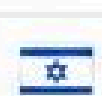
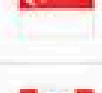
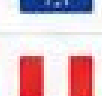
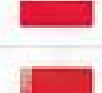
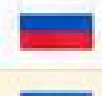
Джерело: база даних МВФ, квітень 2026. <https://data.imf.org/en/datasets/IMF.RES:WEO>

ДИНАМІКА ШИРОКОЇ ГРОШОВОЇ МАСИ ТА ІНФЛЯЦІЇ В ОКРЕМИХ КРАЇНАХ СВІТУ
на кінець періоду, в національній валюті

Країни	2000	2010	2020	2025	Темпи зростання, 2025 рік до 2000 року, разів
 Туреччина, млрд лір	57,5	617,5	3410	26720	464,7
 Аргентина, млрд песо	90,51	422,75	9390	22273	246,1
 Україна, млрд грн	32,3	597,9	1850	4021,3	124,5
 Росія, млрд руб	2140 (2001)	23820	75280	143190	66,9
 Бразилія, млрд реалів	557,42	2880	8310	15060	27
 Китай, млрд юанів (женьминьби)	13600	72590	214770	306910 (2024)	22,6
 Індія, трлн рупій	11,69	59,3	174,07	193,74 (2021)	16,6
 Індонезія трлн рупій	748,85	2470	6910	10130	13,5
 США, млрд доларів	7020	12770	23770	30680	4,4
 Великв Британія, млрд фунтів	1040	2630	3450	4100 (2024)	3,9
 Швейцарія, млрд франків	474,8	754,4	1141,7	1210	2,5

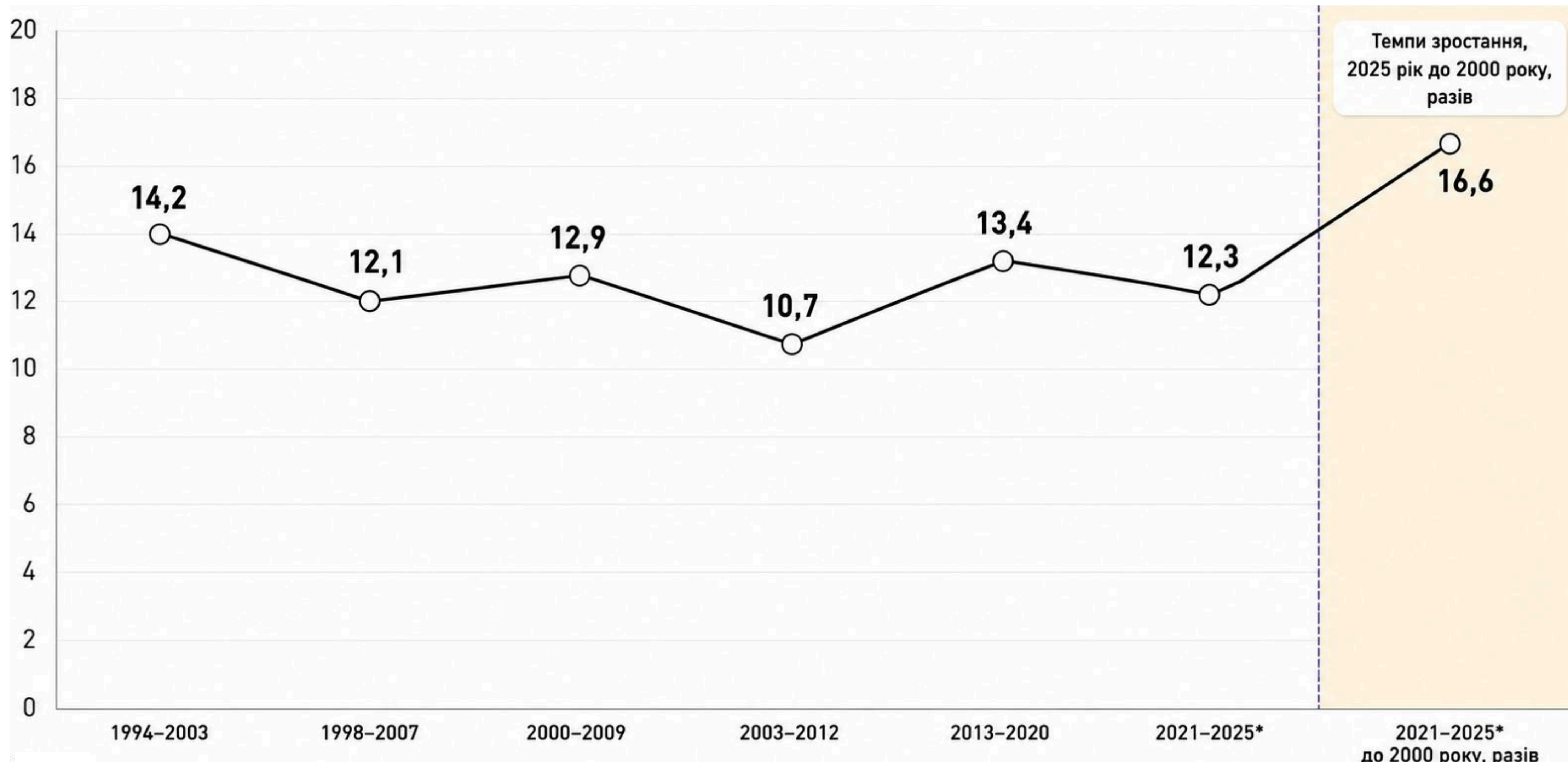
Джерело: база даних Світового банку. <https://data.worldbank.org/indicator/FM.LBL.BMNY.CN?locations=US>

ІНФЛЯЦІЯ В ОКРЕМИХ КРАЇНАХ ТА РЕГІОНАХ, 1994–2025 РОКИ

Країна	1994–2003	1998–2007	2000–2009	2003–2012	2013–2020	2021–2025*	2021–2025* до 2000 року, разів
 Китай	4,9	1,1	1,8	3	2,1	0,7	1,4
 Швейцарія	0,9	0,8	1	0,7	0,1	1,4	2,3
 Країни Азії, які розвиваються	6,1	4,2	4	4,8	3,1	2,3	2,3
 Японія	0	-0,2	-0,3	-0,1	0,7	2,3	2,3
 Тайвань	1,4	0,9	0,9	1,3	0,7	2,3	3,1
 Південна Корея	4,1	3,2	3,1	3,1	1,1	3,1	3,2
 Ізраїль	6,1	2,3	2	2	0,3	3,2	3,3
 Сінгапур	1	0,7	1,5	2,5	0,5	3,3	3,7
 Канада	1,8	2,1	2,1	2	1,5	3,7	4
 Розвинені економіки	2,1	2	2	2	1,2	4	4,2
 Єврозона	2	2	2,1	2,1	0,9	4	4,4
 Перу	4,3	2,8	2,6	2,9	2,6	4,4	4,5
 США	2,4	2,6	2,6	2,5	1,5	4,5	4,5
 Нова Зеландія	2	2,2	2,7	2,6	1,3	4,5	6
 Хорватія	10,4	3,4	3,2	2,8	0,5	6	6,4
 Чилі	5,4	3,3	3,5	3,2	3,1	6,4	6,6
 Словаччина	8,3	6,4	5,2	3,8	1,2	6,6	6,9
 Чехія	7,5	3,3	2,8	2,4	1,7	6,9	7,3
Литва	6,2	2,2	3	3,6	1,4	7,3	7,6
Польща	12,8	4,6	3,5	2,8	1,1	7,6	8,4
Білорусь	175,7	55,3	31,6	20,8	10,5	8,4	8,7
Росія	57,5	21,2	13,9	10,2	6,5	8,7	12,3
Україна	70,2	12,1	12,9	10,7	13,4	12,3	16,6
Країни Європи, які розвиваються**	37,7	18,5	12,7	8,8	6,5	16,6	16,6

*середньорічна інфляція
**Високий рівень інфляції в даній групі країн пояснюється внеском в неї Туреччини та України.
Джерело: World Economic Outlook. IMF. April 2026 <https://www.imf.org/en/publications/weo/issues/2026/04/14/world-economic-outlook-april-2026>

СЕРЕДНЬОРІЧНА ІНФЛЯЦІЯ В УКРАЇНІ ЗА ПЕРІОДАМИ, 1994 - 2025 РОКИ



*середньорічна інфляція

Джерело: World Economic Outlook, IMF, April 2026 <https://www.imf.org/en/publications/weo/issues/2026/04/14/world-economic-outlook-april-2026>

ПЕРЕГЛЯД КОНЦЕПЦІЇ ПОДВІЙНОГО МАНДАТА (DUAL MANDATE)

В американській та європейській академічній і науковій спільнотах вже понад 40 років триває дискусія щодо мандата центрального банку¹⁴. У ній беруть участь провідні світові науково-дослідні центри, центральні банки та університети. Висновки та рекомендації цілої низки вчених є дуже цінними та корисними для покращення роботи Нацбанку України, який, як і українське академічне та наукове середовище, не бере участі в цій дискусії.

Наведемо думки цілої низки вчених, професіоналів у сфері монетарної політики, які впливали й продовжують впливати на зміст грошово-кредитної політики не лише в США, а й у всьому світі.

Беззаперечний авторитет у сфері монетарної політики Джон Тейлор у контексті провалу ФРС під час кризи 2008–2009 рр. закликав скасувати дуальний мандат Федеральної резервної системи та центральних банків загалом, зосередивши свою увагу виключно на забезпеченні стабільності цін та збереженні купівельної спроможності національної валюти.

«У 1970-х роках ФРС кілька разів збільшувала темпи зростання грошової маси, намагаючись знизити рівень безробіття. Однак ненавмисним наслідком цього стало, насправді, зростання безробіття: дедалі вищі темпи інфляції, зрештою, вимагали вжиття болісних заходів для її зниження, внаслідок чого рівень безробіття перевищив 10%. У період з 2003 по 2005 рік ФРС підтримувала процентні ставки на надзвичайно низькому рівні, частково через побоювання щодо зайнятості»¹⁵.

Нагадаємо, що Дж. Тейлор у 1993 році сформулював правило¹⁶ грошово-кредитної політики, яке стало частиною теоретичного фундаменту монетарної політики практично всіх центральних банків світу.

Однак ці надзвичайно низькі ставки посилили бум на ринку нерухомості, що призвело до його краху — одного з головних чинників фінансової кризи, яка зрештою спричинила руйнівне зростання безробіття.

На той час ФРС стверджувала, що зростання та коливання інфляції з 1965 року значною мірою зумовлені немонетарними чинниками, такими як вплив профспілок та різкі коливання цін на нафту, і мало пов'язані зі стрімким зростанням грошової маси. Спираючись на принципи монетаризму, розроблені раніше Мілтоном Фрідманом, SOMC прямо звинуватив у «Великій Інфляції» політику Федеральної резервної системи, що характеризувалася надмірним зростанням грошової маси.

¹⁴Політика ФРС в режимі дуального мандата коротко та зрозуміло описана в дослідженні: A Dual Mandate for the Federal Reserve. The Pursuit of Price Stability and Full Employment. Jerome Levy Economics Institute of Bard College. No. 60, 2000. Willem Thorbecke, associate professor of economics at George Mason University. <https://www.levyinstitute.org/pubs/ppb/ppb60.pdf>

¹⁵End the Fed's Dual Mandate And Focus on Prices: John B. Taylor. September 16, 2011. John B Taylor. <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2011-09-16/end-the-fed-s-dual-mandate-and-focus-on-prices-john-b-taylor>

¹⁶Правило Тейлора (Taylor rule) — це правило монетарної політики, згідно з яким короткострокова процентна ставка центрального банку визначається як функція розриву випуску (відхилення фактичного обсягу виробництва від потенційного) та відхилення рівня інфляції від її цільового значення. За інших рівних умов підвищення інфляції на 1% має супроводжуватися підвищенням процентної ставки центрального банку більш ніж на 1%. Ця закономірність отримала назву принципу Тейлора. Оскільки реальна процентна ставка дорівнює номінальній процентній ставці за вирахуванням рівня інфляції, то для стримування перегріву економіки в умовах прискорення інфляції реальна процентна ставка повинна зростати. Це досягається шляхом підвищення центральним банком номінальної процентної ставки на величину, що перевищує темп зростання інфляції. Таким чином, посилення монетарної політики сприяє зниженню інфляційного тиску та стабілізації економіки. Discretion versus policy rules in practice. John B. Taylor. Stanford University, Stanford, CA 94305. 1993 <https://web.stanford.edu/~johnhtayl/Papers/Discretion.PDF>

SOMC — це незалежна група економістів, яка надає зовнішню оцінку політичних рішень Федеральної резервної системи та інших провідних центральних банків. Комітет розглядає широке коло макроекономічних питань, включаючи монетарну політику, банківське та фінансове регулювання, а також питання фіскальної політики, що впливають на рішення щодо монетарної політики. Його дослідження та рекомендації щодо політики мають на меті покращити обговорення політичних питань серед політиків, журналістів та широкої громадськості з надією, що це призведе до прийняття більш виважених політичних рішень та покращення економічних показників.

На думку членів авторитетного Тіньового комітету з відкритих ринків (Shadow Open Market Committee¹⁷) із середини 1970-х років ФРС США припустилася трьох дуже серйозних помилок у монетарній політиці.

- 1 Висока інфляція 1970-х років, що стала наслідком м'якої грошово-кредитної політики.
- 2 Політика надзвичайно низьких процентних ставок, яка спровокувала утворення бульбашок на ринку нерухомості у 2000-х роках.
- 3 Висока інфляція 2020-х років, яка, як обіцяв голова ФРС Д. Пауелл, мала бути швидким, тимчасовим явищем, але вона розтягнулася на понад п'ять років, і станом на кінець 2026 року ФРС не досягне цільового показника інфляції у 2% річних.

Тіньовий комітет з відкритих ринків (SOMC) був створений як частина інтелектуального протистояння кейнсіанства, з одного боку, та монетаризму, з іншого після Другої світової війни і аж до початку 1980-х років. Лідером монетаризму вважається Мілтон Фрідман. У його команді були такі відомі економісти, як Гомер Джонс, директор з досліджень, віцепрезидент ФРС у Сент-Луїсі, Карл Бруннер, професор Гарвардського, Чиказького та Каліфорнійського університетів, Аллан Мельтцер, професор університету Карнегі-Меллона, президент товариства «Мон-Пелерін», та Анна Шварц, одна з найбільш авторитетних економістів у сфері монетарної політики США та світу. У своїй науковій та дослідницькій діяльності вони відстоювали принципи монетаризму¹⁸ як теоретичну основу для проведення якісної грошово-кредитної політики. На жаль, в Україні як на академічному рівні, так і на рівні розробки та проведення монетарної та макроекономічної політики, монетаризм залишається на задвірках, без належної уваги та ретельного вивчення. Karl Brunner й Allan Meltzer сформулювали шість принципів монетаризму (див. також Laidler 1991):

- 1 Реальна економіка є по суті стабільною, а відносні ціни визначаються дією сил вільного ринку. Ця точка зору різко контрастувала з домівною в післявоєнний період кейнсіанською концепцією, згідно з якою фундаментальну нестабільність реальної економіки необхідно було компенсувати активною фіскальною політикою.
- 2 Основним джерелом потрясінь в економіці були монетарні шоки, спричинені помилками центрального банку, що, своєю чергою, ґрунтувалися на хибній економічній доктрині.
- 3 Монетарні шоки, тобто зміни грошової маси, впливали на реальну економіку в короткостроковій перспективі та на рівень цін - у довгостроковій. Механізм коригування між короткостроковим і довгостроковим періодами визначався витратами на отримання інформації.
- 4 Зміни грошової маси значною мірою відображали зміни грошової бази як наслідок заходів монетарної політики. Зміни грошової бази взаємодіяли зі стабільним грошовим мультиплікатором, що відображав вибір портфельних інвестицій банківської системи та небанківського приватного сектору.
- 5 Механізм передачі монетарної політики діяв через механізм балансування портфеля, що передбачав зміни відносних цін фінансових та нефінансових активів, які в кінцевому підсумку впливали на реальну ціну капіталу та позначалися на інвестиціях і доходах.
- 6 Монетарна політика явно домінувала над фіскальною як інструмент економічної стабілізації. Згідно з принципами монетаризму Бруннера, цільовий темп зростання грошової маси був політичним правилом, якого слід було дотримуватися, а дискреційні заходи не відігравали жодної ролі.

Представники сучасного американського монетаризму, погляди яких поділяє нинішній голова ФРС Кевін Варш (Kevin Warsh), у 2015 році сформулювали основні принципи «Тіньового комітету з відкритих ринків»¹⁹, тобто монетаризму, реалізація яких де-факто почала здійснюватися основними центральними банками світу після інфляційного провалу епохи COVID.

Основні принципи:

Заява про основні переконання «Тіньового комітету з відкритих ринків» (SOMC), прийнята у 2015 році:

¹⁷ «Тіньовий комітет з операцій на відкритому ринку» (Shadow Open Market Committee, SOMC) — незалежна група економістів, створена у 1973 році професорами Карлом Бруннером із Рочестерського університету та Алланом Мельтцером з Університету Карнегі-Меллона з метою запропонувати монетаристську альтернативу поглядам на грошово-кредитну політику та її вплив на інфляцію, які на той час переважали у Федеральній резервній системі та в економічній спільноті. У той час ФРС стверджувала, що зростання і коливання інфляції, які спостерігалися з 1965 року, значною мірою пояснювалися немонетарними чинниками, такими як вплив профспілок і стрибки цін на нафту, і практично не були пов'язані зі швидким зростанням грошової маси. Спираючись на принципи монетаризму, розроблені раніше Мілтоном Фрідманом, SOMC поклав усю відповідальність за «Велику інфляцію» на політику Федеральної резервної системи, що характеризувалася надмірним зростанням грошової маси.

«SOMC — це незалежна група економістів, яка пропонує зовнішню оцінку рішень, що ухвалюються Федеральною резервною системою та іншими провідними центральними банками. Комітет розглядає широкий спектр макроекономічних питань, включаючи грошово-кредитну політику, банківське та фінансове регулювання, а також питання фіскальної політики, що мають відношення до рішень у сфері грошово-кредитної політики. Його дослідження та рекомендації щодо економічної політики покликані сприяти більш конструктивному обговоренню політичних питань серед політиків, журналістів і широкої громадськості в надії, що це призведе до ухвалення більш зважених політичних рішень і поліпшення економічних показників».

Його членами були авторитетні економісти зі світовим ім'ям Allan Meltzer, Karl Brunner, Anna Schwartz, Jim Meigs, Bob Rasche, Jerry Jordan, Mickey Levy, Bill Poole й інші. Shadow Open Market Committee. <https://shadowfed.org/about/>

¹⁸ The 50-Year History of the SOMC and the Evolution of Monetary Policy By Michael D. Bordo, Rutgers University and Hoover Institution. Mickey D. Levy, Hoover Institution. Griswold Center for Economic Policy Studies. Working Paper No. 341, December 2024

https://gceps.princeton.edu/wp-content/uploads/2024/12/wp341_Bordo_SOMC-history.pdf

¹⁹ Shadow Open Market Committee, SOMC <https://shadowfed.org/about/>

- 1 SOMC виходить з того, що в найближчому майбутньому монетарну політику США проводитиме ФРС.
- 2 Вкрай важливо, щоб центральний банк був незалежним від фіскальних органів і підзвітним законодавчій владі. Зокрема, центральний банк повинен уникати політики, спрямованої на розподіл кредитів.
- 3 Стабільність цін є найкращим внеском, який монетарна політика може зробити у загальні макроекономічні показники, і саме тому вона має бути головною метою центрального банку. Поняття «стабільність цін» слід визначити таким чином, щоб середній рівень інфляції не перевищував 2% на рік.
- 4 Монетарна політика має проводитися на основі чітких правил і бути певною мірою антициклічною щодо обсягів виробництва та зайнятості, за умови, що це не загрожуватиме стабільності цін у довгостроковій перспективі. Ми очікуємо, що центральний банк оприлюднить правила проведення політики, яких він дотримується, щоб його діяльність можна було контролювати та притягати до відповідальності.
- 5 Для забезпечення фінансової стабільності центральний банк повинен сприяти створенню міцних капітальних резервів.
- 6 SOMC очікує, що центральний банк виконуватиме функцію кредитора останньої інстанції. У цій ролі:

Центральний банк повинен заздалегідь чітко оприлюднити свої правила щодо діяльності як кредитора останньої інстанції.

Така діяльність має обмежуватися епізодичним, тимчасовим кредитуванням із надійним забезпеченням платоспроможних депозитних установ, що перебувають під наглядом, із відповідною премією за процентну ставку.

Більш масштабне кредитування має бути заздалегідь узгоджене та гарантоване фіскальними органами.

SOMC вважає, що, дотримуючись цих основних принципів, ФРС створить монетарну та фінансову систему, яка найкраще сприятиме ефективному функціонуванню інститутів вільної ринкової економіки, що забезпечують процвітання, в економіці США.

Представники ФРС так пояснюють ситуацію з формулюванням монетарної політики у разі виникнення конфлікту між цілями мандата (максимальна зайнятість, цінова стабільність) центрального банку:

L *«Припустимо, що інфляція перевищує цільовий рівень у той час, коли ситуація на ринку праці погіршується або існує ризик такого погіршення. Оскільки у FOMC є дві цілі, але лише один основний інструмент політики (ставка за федеральними фондами), FOMC [Федеральний комітет з операцій на відкритому ринку ФРС США] доведеться прийняти рішення: продовжувати боротися з інфляцією, щоб повернути її до рівня 2%, або допомогти запобігти подальшому погіршенню ситуації на ринку праці»²⁰.* **┐**

Ми бачимо, що ФРС має досить широке поле для дискреційних рішень, оскільки поняття «максимальна зайнятість» не має числового значення, натомість існує цільовий показник для визначення стану «цінова стабільність». Це **2%**.

ФРС пояснює, що

L *«ціни вважаються стабільними, коли споживачі та підприємства не мусять турбуватися про значне зростання чи падіння витрат під час планування діяльності або при отриманні чи наданні позик на тривалий термін. Федеральний комітет з відкритих ринків вважає, що рівень інфляції у 2% у довгостроковій перспективі, вимірюваний за річною зміною індексу цін на особисті споживчі витрати, найбільше відповідає мандату ФРС щодо цінової стабільності. Коли домогосподарства та підприємства можуть обґрунтовано розраховувати на 2-відсоткову інфляцію в довгостроковій перспективі, вони мають більше можливостей приймати обґрунтовані рішення щодо заощаджень, запозичень та інвестицій, що сприяє ефективному функціонуванню економіки та добробуту всіх американців»²¹.* **┐**

Таким чином, ми констатуємо науковий, політекономічний консенсус щодо стандарту цінової стабільності як центрального елемента якісної монетарної політики. Попри досить якісне академічне та інтелектуальне підґрунтя для формування монетарної політики, ФРС США припустилася грубих помилок, оскільки неправильно інтерпретувала макроекономічну ситуацію та стан різних ринків у контексті дуальності свого мандата.

Якщо Америка не зуміла точно визначити баланс між двома цілями ФРС, то виконання цього завдання для перехідної країни, що розвивається, зі слабкими інститутами права, власності та

²⁰How Does the Fed Interpret and Pursue the Dual Mandate? July 08, 2026. Kristie Engemann is a senior coordinator with the St. Louis Fed's communications team. <https://www.stlouisfed.org/open-vault/2026/july/how-does-fed-interpret-pursue-dual-mandate>

²¹What economic goals does the Federal Reserve seek to achieve through its monetary policy? <https://www.federalreserve.gov/faqs/what-economic-goals-does-federal-reserve-seek-to-achieve-through-monetary-policy.htm>

управління є нездійсненним. Під час створення Національного банку та визначення його мандата українські економічні й академічні еліти, по суті, сліпо скопіювали мейнстримну модель центральних банків країн G-7, не маючи ані розвиненої науково-аналітичної спільноти для супроводу монетарної політики, ані чіткого уявлення про циклічність економіки.

“ Основна причина неправильного вибору мандата українським Нацбанком (дуального) полягає в тому, що українська економіка на момент ухвалення рішення залишалася пострадянською, тобто зі структурою капіталу та зайнятості, сформованою в рамках радянського Держплану.

Для формування повноцінної ринкової структури потрібно було синхронізовано провести макроекономічну стабілізацію, лібералізацію всіх ринків та приватизацію.

Для цього Національному банку потрібно було сконцентрувати всі свої зусилля на досягненні цінової стабілізації в режимі мономандата. На жаль, за 30 років існування гривні як національної валюти досягти цієї мети не вдалося.

Як і багато інших органів державного управління, Національний банк був захоплений потужними лобістами, представниками особливих інтересів, які використовували його для досягнення своїх цілей за допомогою інфляції, девальвації, регулювання валютного та фінансового ринків, а також режиму кредитування та координації монетарної й фінансової політики. Не досягнувши своєї головної мети — цінової стабілізації, Нацбанк поведився так, ніби навколо нього склалася повноцінна ринкова структура капіталу та зайнятості.

ЧОМУ ІНФЛЯЦІЯ ТАКА ШКІДЛИВА?

Численні наукові дослідження переконливо доводять негативний вплив інфляції на економічне зростання, кредитну та підприємницьку активність. На жаль, як Національний банк України, так і уряд країни загалом ігнорують ці висновки. Зазначимо, що вони є оцінкою діяльності центральних банків та урядів у рамках неокласичної моделі держави загального інтервенціонізму. Наведемо кілька прикладів таких досліджень та висновки з них для підтвердження нашої гіпотези про низьку якість монетарної політики України у період 1996–2025 рр.

Економісти Іша Агарвал (Isha Agarwal) та Метью Барон (Matthew Baron) у науковій праці «Інфляція та дезінтермедіація» (Inflation and Disintermediation²²), а потім у статті «Дослідження взаємозв'язку між зростанням інфляції та економічним зростанням: роль банківського сектору» (Exploring the link between rising inflation and economic growth: The role of the banking sector²³) роблять наступний висновок:

«Наше дослідження показує, що несподіване зростання інфляції, як правило, має стримуючий вплив на банківський сектор. Банки, вразливі до інфляції, реагують на це скороченням кредитування, що, своєю чергою, позначається на цінах на нерухомість та зайнятості у будівельній галузі. У більш загальному плані ці результати пояснюють, чому зростання інфляції може призвести до фінансової нестабільності, особливо після значного та несподіваного зростання інфляції. Крім того, наш аналіз історичних та міжнародних випадків інфляції підкреслює важливість банківських каналів для розуміння наслідків інфляції у всьому світі. Проливаючи світло на взаємозв'язок між інфляцією та економічним зростанням, наше дослідження сприяє кращому розумінню макроекономічних наслідків інфляції та її впливу на банківський сектор».

У науковій статті «Вплив інфляції на економічне зростання» економісти Жуньшо Чжан (Runshuo Zhang) та Цзыхэн Чжоу (Ziheng Zhou) на підставі аналізу інфляції роблять такий висновок:

²²Inflation and Disintermediation. Journal of Financial Economic. Isha Agarwal, Matthew Baron, Georgetown University. 2019
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3399553

²³Exploring the link between rising inflation and economic growth: The role of the banking sector. Isha Agarwal Matthew Baron. 2023
<https://blogs.worldbank.org/en/allaboutfinance/exploring-link-between-rising-inflation-and-economic-growth-role-banking-sector>

«Інфляція не тільки впливає на поведінку споживачів і виробників, а й має глибокий негативний вплив на економічне зростання через спотворення цінових сигналів, нераціональний розподіл ресурсів, вплив на інвестиційну та заощаджувальну поведінку, загрозу стабільності фінансових ринків та ослаблення конкурентоспроможності в міжнародній торгівлі. Особливо в умовах глобальної економічної нестабільності управління інфляцією стало одним із головних викликів, що стоять перед урядами та політиками у всьому світі. Для ефективного контролю інфляції уряди різних країн повинні вживати комплексних заходів, зокрема впроваджувати жорстку монетарну політику, координувати обережну фінансову політику, сприяти структурним економічним реформам та зміцнювати міжнародне співробітництво. Ці заходи не лише допомагають контролювати інфляцію, а й закладають основу для довгострокової стабільності та сталого економічного зростання»²⁴.

Ось висновок з дослідження впливу інфляції на економічне зростання на прикладі 45 країн у період 2010–2021 рр.:

«У цьому дослідженні розглядається контекст інфляції та її вплив на економічне зростання 45 різних країн світу у період 2010–2021 років шляхом застосування методу звичайних найменших квадратів (OLS), моделей з фіксованими ефектами та моделей з випадковими ефектами для аналізу теоретичного змісту та впливу таких змінних: рівень інфляції, рівень безробіття, прямі іноземні інвестиції (ПІІ), відкритість торгівлі, процентна ставка за кредитами та приріст населення. Емпіричні результати показують, що інфляція має негативний вплив на економічне зростання, причому розвинені країни, як правило, страждають від цього сильніше»²⁵.

У шведському університеті (Jönköping University) було складено досить докладний перелік наукових та аналітичних праць щодо взаємозв'язку між інфляцією та економічним зростанням.

«Метою цього дослідження було вивчення взаємозв'язку між інфляцією та зростанням ВВП. Для цього ми використали модель з фіксованими ефектами на основі панельних даних, що охоплювала 108 країн за період з 1970 по 2023 рік, щоб оцінити, як інфляція впливає на зростання ВВП, враховуючи такі змінні, як грошова маса, державні видатки, реальна процентна ставка, відкритість торгівлі та інвестиції. Крім того, ми застосували квадратичну функцію для аналізу порогового значення, за якого інфляція починає негативно впливати на економічне зростання. Наші результати показують, що, хоча інфляція негативно впливає на зростання ВВП як у країнах, що розвиваються, так і в розвинених країнах, наша точкова оцінка цього ефекту є вищою для країн, що розвиваються, проте ця різниця не є статистично значущою. Отримані результати узгоджуються з такими теоретичними моделями, як модель зростання Солоу та кількісна теорія грошей. Збільшення інфляції на 1% призводить до зниження темпів зростання ВВП на 0,12% для країн, що розвиваються, порівняно зі зниженням на 0,07% для розвинених країн»²⁶.

Наведемо висновки з дослідження «Чи впливає інфляція на економічне зростання» економістів Хав'єра Андреса (Javier Andres) та Ігнасіо Ернандо (Ignacio Hernando), опублікованого авторитетним Національним бюро економічних досліджень (National Bureau of Economic Research). Вони зроблені на основі емпіричних даних щодо країн ОЕСР за період 1960–1992 рр.:

«У цій роботі ми спробували оцінити довгострокові витрати, пов'язані з інфляцією, в рамках чіткої теоретичної моделі, що впливає з літератури з питань економічного зростання: рівняння конвергенції. Попри свої недоліки, цей підхід добре підходить для перевірки стійкості кореляції між економічним зростанням та інфляцією в економіках з низьким рівнем інфляції та досить добре функціонуючими ринками, зокрема, як країни ОЕСР у період 1960–1992 років. Головний висновок полягає в тому, що ніколи не було виявлено позитивної кореляції між поточною інфляцією та доходом на душу населення в довгостроковій перспективі. Інфляція не лише знижує рівень інвестицій, а й ефективність використання факторів виробництва. Вона має негативний тимчасовий вплив на темпи довгострокового зростання, що, своєю чергою, призводить до постійного зниження доходу на душу населення. Наші результати свідчать про те, що граничні витрати, пов'язані з інфляцією, зменшуються разом із рівнем інфляції.

Оцінена вигода від постійного зниження інфляції на один процентний пункт залежить від початкового рівня інфляції. Так, зниження рівня інфляції, скажімо, з 20% до 19% може збільшити обсяг виробництва на 0,5% у довгостроковій перспективі. Ця вигода зростає із подальшим зниженням інфляції й може бути вдвічі більшою, коли інфляція досягне низького рівня 5%... Загалом ці результати свідчать про те, що довгострокові витрати, пов'язані з інфляцією, не є незначними й що зусилля з утримання інфляції під контролем рано чи пізно окупляться у вигляді кращих довгострокових економічних показників та вищого доходу на душу населення»²⁷.

²⁴The Effect of Inflation on Economic Growth. 2025 Advances in Economics Management and Political Sciences. https://www.researchgate.net/publication/387717746_The_Effect_of_Inflation_on_Economic_Growth

²⁵Legal perspectives on inflation: Implications for economic growth in 45 nations. Vu Bich Diep, Truong Quynh Anh. Faculty of Economics and Management, International School, Vietnam National University, Hanoi. 2024 https://www.researchgate.net/publication/381748550_Legal_perspectives_on_inflation_implications_for_economic_growth_in_45_nations

²⁶The relationship between Economic Growth and Inflation. An empirical Analysis of developed and developing countries. Ion Ferrari & Bence Hajdu. 2025 <https://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:1974028/FULLTEXT01.pdf>

²⁷Does Inflation Harm Economic Growth? Evidence for the OECD. Javier Andres & Ignacio Hernando. Working Paper 6062. 1997 https://www.nber.org/system/files/working_papers/w6062/w6062.pdf

Ось дані дослідження інфляції та економічного зростання у період 2000–2019 рр. на прикладі 31 країни, що розвивається, та країни з перехідною економікою²⁸, серед яких є й Україна:

L «У цій роботі емпірично досліджується взаємозв'язок між економічним зростанням та інфляцією на основі панельних даних 31 обраної економіки з ринками, що розвиваються, за період з 2000 по 2019 рік. Ми виявили статистично значущий негативний взаємозв'язок між інфляцією та економічним зростанням у наших лінійних моделях (статичних та динамічних), і ці результати виявляються стійкими для всіх моделей. Нелінійна специфікація вказує на порогове значення близько 2% (а для простої моделі — дещо вище - 2,7%), яке розмежовує два режими інфляції. Наші результати підтверджують тезу про доцільність розрізнення різних режимів інфляції: коли інфляція нижча за порогове значення, ми виявляємо позитивний вплив на економічне зростання; коли вона перевищує це значення, ми виявляємо негативний вплив на зростання. З огляду на наші висновки щодо цієї групи країн, допущення інфляції вище 2% може мати негативні наслідки для економічного зростання».

²⁸The economic growth and inflation nexus: New empirical assessment for emerging market economies. Benjamin Owusu, Bettina Bökemeier. Department of Business Administration and Economics, Bielefeld University. International Review of Economics and Finance 107 (2026) 105078
<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1059056026001917>

ВИСНОВКИ ДОСЛІДЖЕННЯ

- 1 За 30 років існування національної валюти українська влада за часів усіх президентів, прем'єрів, складів парламенту та керівництва Нацбанку так і не домоглася виконання конституційної мети — **забезпечення стабільності гривні, яка передбачає не більш ніж 2% річної інфляції**. Цей провал є наслідком помилок у виборі теоретичного фундаменту для діяльності Національного банку України, гострого дефіциту узгодження монетарної та фіскальної політики, ігнорування теорії провалів держави, її домінування в економіці загалом і на фінансовому ринку зокрема.
- 2 Україна дуже слабо залучена у плюралістичний світовий дискурс монетарної політики, де десижнмейкери на рівні центральних банків та урядів приймають рішення на основі наукових праць, рекомендацій та висновків найрізноманітніших економічних шкіл з урахуванням реального стану ринків та основного цільового параметра монетарної політики. Наша влада формулює монетарну політику на основі опортуністичних мотивів та підходів на користь синдикату VIP-бюрократів. Механізм коригування помилок на основі отриманих даних у вигляді інфляції, темпів економічного зростання, доступності кредиту, розвиненості фінансового ринку не працює.
- 3 Монетарна політика України у період 1996–2025 рр. стала одним із трьох головних гальм економічного зростання та розвитку. Другим гальмом стала фіскальна (бюджетно-податкова) політика, третім — регуляторна політика. Помилка у виборі теорії економічної трансформації та транзиту, ігнорування природи грошей, захоплення системи державного управління (state capture) потужними групами впливу, гострий дефіцит повноцінного партнерства економічної науки та Уряду в широкому сенсі цього слова — всі ці чинники пояснюють той факт, що за темпами економічного зростання, рівнем доходів на душу населення, обсягами кредитування приватного сектору, продуктивністю праці Україна в середині 2020-х опинилася в групі аутсайдерів Європи.
- 4 Слабкий розвиток фінансового ринку та кредитування, висока вартість кредиту та його недоступність для малого бізнесу й більшості домогосподарств, фаворитизм у наданні сприятливих умов доступу до кредиту для Уряду та визначених ним комерційних організацій, олігополія на ринку банківських і фінансових послуг — усе це є наслідком помилки у виборі теоретичного фундаменту монетарної політики, а також нездатності Національного банку виконувати свій конституційний обов'язок. Збереженню такого стану сприяла політика Кабінету Міністрів загалом, який не забезпечив належну координацію монетарної та фіскальної політики для забезпечення макроекономічної стабільності та швидких, довгострокових темпів економічного зростання.

- 5 Протягом усього періоду існування гривні українська влада ігнорувала численні наукові дослідження та емпіричні дані, що вказували на монетарну природу інфляції, її вплив на темпи економічного зростання, інвестиційну привабливість та доходи населення. Високий інфляційний податок завдав серйозної шкоди культурі заощаджень українців, сприяв **доларизації економіки**, збереженню значної частки економічної активності в «сірій» економіці (за різними оцінками — від 30% до 50% ВВП), відпливу капіталу з країни та практиці витіснення (crowding out) приватних інвестицій у комерційні проекти та програми, які безпосередньо підтримує держава.
- 6 Значну частину відповідальності за збереження низької якості української монетарної політики, зокрема, та макроекономічної політики загалом несуть міжнародні консалтингові організації, які протягом понад 30 років не лише надавали кредити, а й технічну та консультаційну допомогу у створенні якісних правових та економічних інститутів. Насамперед йдеться про МВФ, Світовий банк, ЄБРР, які з 1990-х років працюють в Україні. Їхні підходи, наративи, висновки та рекомендації просувають і поширюють в Україні такі дослідницькі організації, як Центр економічної стратегії, Dragon Capital, «Вокс Україна», German Economic Team, Oxford Economics, KSE, ICU, Concorde Capital, Інститут економічних досліджень та політичних консультацій. Їхні оцінки макроекономічної політики загалом і монетарної політики зокрема були переважно комплементарними, такими, що підтримують нинішній курс влади. Їхні погляди на гроші, грошово-кредитну політику, на роль і функції держави в економіці підштовхували українську владу до вибору параметрів монетарної, фіскальної та регуляторної політики. Особливо відзначимо роль великого українського та іноземного бізнесу, який за допомогою своїх лобістських організацій і механізмів, зокрема такої бізнес-асоціації, як Європейська Бізнес Асоціація (European Business Association, EBA), яка стала лобістом політики олігархічного синдикату, постійно підтримує економічну політику української влади, тим самим закріплюючи хибні практики в монетарній політиці. Причина лежить на поверхні — великий бізнес, а також фаворити Уряду є бенефіціарами м'якої монетарної та фіскальної політики. Їхній вплив на економічну політику стає вирішальним, оскільки вони також захопили контроль (типовий state capture) над регуляторними органами України. Такого роду дії відбуваються за згоди та схвалення міжнародних консалтингових організацій, зокрема ОЕСР.

РЕКОМЕНДАЦІЇ МІЖНАРОДНОГО ІНСТИТУТУ СВОБОДИ

- 1 Для повноцінної модернізації економіки України, створення інститутів, що забезпечують швидке, довгострокове економічне зростання, необхідно прийняти **модель підприємницького зростання Мізеса/Хайєка/Шумпетера**.
- 2 Необхідно встановити мономандатність Національного банку (єдина мета НБУ — забезпечення цінової стабільності, інфляція до 2% на рік). Решту функцій, які сьогодні виконує Національний банк, зокрема регулювання фінансового ринку, слід передати іншим органам державного управління.
- 3 Для **зниження транзакційних витрат** під час війни та після перемоги України у ній, коли очікується приплив сотень мільярдів доларів на відновлення країни, щоб уникнути **«голландської хвороби»**, різкого подорожчання гривні, високої інфляції та негативного впливу на український експорт, доцільно перейти до **режиму мультивалютності**, коли американський долар, євро, британський фунт, швейцарський франк, польський злотий та українська гривня матимуть в Україні рівний статус законного платіжного засобу (legal tender).
- 4 Український уряд невідкладно має провести **глибоку ревізію** законодавчої та теоретичної бази для підвищення якості монетарної та макроекономічної політики в цілому.