

DOI: 10.18523/2519-4739.2025.10.1.84-91

УДК 338.23:336.74(477)

Жук В. М.

<https://orcid.org/0009-0001-6394-5023>

КРИТЕРІЇ ЕФЕКТИВНОСТІ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ УКРАЇНИ

Мета дослідження полягає у формуванні підходів до оцінювання ефективності монетарної трансмісії в Україні як системного індикатора спроможності грошово-кредитної політики досягати заявлених цілей в умовах екстремальної невизначеності. Особливий акцент зроблено на необхідності адаптації традиційних методів аналізу до нових викликів, пов'язаних із глибокими структурними трансформаціями економіки, впливом зовнішніх шоків та зміною функцій центрального банку в нестабільному середовищі.

Застосовано такі методи дослідження, як критичний огляд наукової літератури, системний аналіз структури трансмісійного механізму, моделювання адаптивної метрики ефективності та елементи порівняльного аналізу. Використано підхід, який бере до уваги як цілі, так і результати політики з урахуванням чинників затримки, інституційної інерції, чутливості каналів трансмісії та їхньої взаємодії.

Основними результатами дослідження є розроблення концептуального підходу до оцінювання ефективності монетарної політики, який базується на концептуальному сприйнятті фінансово-економічної системи як фільтра, що прагне згладжувати внутрішні та зовнішні шоки, підсистемою якої є монетарний регулятор та трансмісійний механізм (концепція «керованої фільтрації шоків»). Запропонований коефіцієнт за допомогою змінних у часі ваг може адаптуватися під модифікації цілей та принципів монетарної політики, оперуючи наборами монетарних інструментів та монетарних цілей, і штрафує зростання дисперсії монетарних інструментів, що відповідає вимогам мінімально необхідного, передбачуваного монетарного впливу.

Практичне застосування результатів полягає у використанні запропонованих підходів для аналізу політики Національного банку України та інших центральних банків в умовах кризи або екстремальної невизначеності, зокрема для формування адаптивних правил грошово-кредитної політики, комунікаційних стратегій і розроблення більш стійких моделей прогнозування впливу монетарних імпульсів.

У висновках визначено напрями вдосконалення запропонованого підходу шляхом застосування структурних моделей економіки та бенчмаркінгового підходу. Наголошено, що передумови змінної ефективності монетарної трансмісії можуть бути як у межах, так і поза площиною макрофінансового регулювання.

Ключові слова: монетарна політика, ефективність монетарної політики, трансмісійний механізм, інституційна спроможність, цінова стабільність, центральний банк, Національний банк України, екстремальна невизначеність.

JEL classification: E52, E58

Вступ і постановка проблеми. Аналіз ефективності монетарної політики є постійним завданням, що стоїть як перед центральними банками, так і перед численними аналітиками

та фінансовими організаціями. Слід зауважити, що це завдання пов'язане з низкою труднощів, зокрема в умовах екстремальної невизначеності та соціально-економічних трансформацій,

характерних для одразу кількох історичних періодів української економіки, зокрема й поточної ситуації повномасштабної війни.

Монетарна політика України у воєнний період стикається з безпрецедентними викликами, що вимагають переосмислення традиційних критеріїв її ефективності. Одним із ключових факторів є екстремальна макроекономічна нестабільність, що проявляється у зниженні передбачуваності економічних процесів, значних коливаннях інфляції, валютного курсу та змін у структурі виробництва.

У цих умовах довіра до банківської системи відіграє вирішальну роль. Без достатнього рівня довіри важко забезпечити ефективну дію каналів монетарної трансмісії та підтримати фінансову стабільність. До того ж різка зміна параметрів виробництва і структури економіки, зокрема внаслідок втрати енергетичних потужностей і трансформації цінової структури, ускладнює використання історичних даних для моделювання і прогнозування.

Особливої уваги потребує режим валютного курсу. В умовах зовнішнього шоку та тиску на платіжний баланс Національний банк змушений проявляти гнучкість у контролі обмінного курсу, поєднуючи елементи фіксації та плаваючого режиму. При цьому межа ефективності монетарної політики є динамічною, оскільки змінюється під впливом як внутрішніх, так і глобальних факторів.

Не менш важливими є інституційна інфраструктура та рівень відкритості економіки. Дедалі помітнішим стає вплив цифрової трансформації на функціонування грошового обігу, зокрема розвиток цифрових платіжних систем і підвищення ролі фінтеху. У воєнний період також спостерігається зміна монетарного горизонту: центральний банк орієнтує очікувані результати політики на триваліший термін, щоб урівноважити вплив ризиків, що зросли.

І нарешті, через численні структурні зміни і невизначеність, з погляду як регулятора, так і дослідників, даних для аналізу як стандартного, «нормального» періоду, так і періоду підвищеного економічно-фінансового стресу недостатньо. Це значно ускладнює розрахунки параметричних макроекономічних моделей, що застосовуються під час розроблення та аналізу монетарної політики, і тим паче ускладнює завдання вимірювання ефективності політики як такої.

Аналіз основних досліджень і публікацій. Актуальне питання адекватності та ефективності монетарної політики, а також монетарного

трансмісійного механізму в різний час досліджували як закордонні вчені (Ф. Мішкін, Б. Бернанке, М. Гертлер, С. Гілхріст, Дж. Стігліц та ін.), так і вітчизняні (В. Дзюблюк, Б. Данилишин, С. Кораблін, О. Петрик, М. Ніколайчук, П. Дадашова та ін.). Особливості кризових проявів у грошово-кредитній політиці вивчали М. Насаченко, Н. Янссен, Г. Потягайло, М. Вольтерс, Н. Гаузенбергер, М. Пфаррхофер та А. Штельцер. Поняття визначення і вимірювання ефективності у фінансах досліджували С. Секкетті, С. Краузе, Г. Монте, У. Бріц, Л. Долінський та ін.

З огляду на зазначену вище низку викликів задля забезпечення умов для аналізу та вдосконалення монетарної політики в непередбачуваних умовах засадничим є визначення адекватного критерію чи критеріїв ефективності монетарної політики. Відповідно до наявних практик і підходів, можемо виділити такі основні групи виразників ефективності:

1) співвідношення мети і результату (Cecchetti et al., 2004): метою є цільовий рівень таргетованого показника (в разі інфляційного таргетування цим показником є зростання споживчих цін), а результатом – його фактичне значення;

2) співвідношення докладених зусиль і результату (Долінський, 2023; Montes et al., 2024): зіставлення дисперсії цільового показника (або показників) та дисперсії монетарних інструментів.

Невирішені частини проблеми. Зазначені вище підходи до визначення ефективності монетарної політики є похідними від загальнонаукових визначень ефективності. Втім, монетарна політика як система складних стохастичних процесів, вбудованих у фінансово-економічну систему країни, для оцінювання своєї ефективності може потребувати більш специфічного підходу, згідно з яким фінансово-економічна система країни:

1) фільтрує зовнішні та внутрішні шоки, прагнучи до рівноваги відносно тренду в коротко- та середньостроковому періоді;

2) залежно від режиму та обставин може змінювати параметри та ефективність цієї фільтрації;

3) як підсистема містить банківську систему з центральним банком та монетарним трансмісійним механізмом, які за допомогою монетарного впливу сприяють переведенню системи в стан, у якому вона найбільш ефективно протидіє шокам і фільтрує їх, пришвидшуючи збіжність до рівноваги.

Мета і завдання статті. Метою статті є формування підходів до розрахунку ефективності монетарної трансмісії як показника або системи показників, які враховують особливості розвитку

економіки в умовах екстремальної невизначеності. Для цього здійснено критичний аналіз наявних ключових підходів для визначення ефективності як монетарної політики загалом, так і монетарної трансмісії зокрема. На основі проведеного аналізу запропоновано дизайн метрики, яка дає змогу більш достовірно вимірювати ефективність монетарної трансмісії.

Основні результати дослідження. Відповідно до панівної концепції аналізу монетарної політики заходи монетарної політики взаємодіють із реальним сектором економіки через багатоканальний трансмісійний механізм, який передає сигнал не симультанно, натомість корекція відбувається за порівняно тривалий період, і механізм цієї корекції базується на змінах параметрів стимулів та фінансово-економічних взаємодій у фінансовій системі країни (Mishkin, 1995; Stiglitz, 2012). Виконуючи поставлені завдання, центральний банк може запроваджувати регулятивні заходи (зміни параметрів монетарних інструментів, нормативів чи вимог, інші заходи прямого впливу на банківську систему) у відповідь на зміну обставин, зокрема зовнішні та внутрішні несприятливі шоки. Ці заходи мають передовсім запобігти значному відхиленню цільових показників від прийнятних значень та сприяти збіжності їх до заявленого або прийнятного таргетованого рівня.

Отже, вважаємо критично важливим аналізувати ефективність як монетарної трансмісії, так і монетарної політики загалом з урахуванням ролі й особливостей реакції самої економічної системи країни на шоки.

Аналізувати ефективність монетарної політики можна у двох парадигмах – кількісній та якісній.

У межах **якісної парадигми** розглядаємо щонайменше такі компоненти ефективності монетарної політики:

1) вчасне досягнення поставлених цілей (стабілізація інфляції, економіки загалом тощо) (Stiglitz, 2012);

2) адекватний дизайн монетарної політики (зокрема, враховуючи так звану трилему монетарної політики) (Boughton, 2002);

3) адекватний вибір цілей монетарної політики відповідно до характеристик економіки країни та поставлених стратегічних завдань (стримування інфляції, забезпечення стабільності валюти, економічне зростання тощо) (Данилишин, 2020);

4) адекватний вибір інструментів монетарної політики відповідно до етапу розвитку економіки країни та конкретної ситуації (Данилишин, 2020; Дзюблюк та ін., 2021).

Відповідно до сучасних досліджень, ефективність монетарної політики не є сталою величиною, вона змінюється залежно від низки структурних внутрішніх чинників і дизайну самої політики. В умовах невизначеності змінним є дизайн та інструменти монетарної політики (наприклад, перехід до полегшеної версії інфляційного таргетування, посилення ролі валютних інтервенцій і відповідно зміни режиму валютно-курсової політики). Так само часовий горизонт монетарної політики, тобто час між моментом застосування регуляторних заходів і періодом, коли очікується результат, може також динамічно змінюватися як відповідь на зростання рівня невизначеності (Національний банк України, 2024).



Рис. 1. Трилема відкритої економіки, за (Obstfeld et al., 2005)

Говорячи про дизайн монетарної політики, для розуміння того, чим є ефективна монетарна політика, потрібно згадати про так звану «трилему відкритої економіки» («монетарну трилему» або «неможливу трійцю») – класичний вибір двох із трьох компонентів: незалежності центрального банку, фіксації валютного курсу та вільного руху капіталу (рис. 1).

Попри позірну простоту цієї трилеми, вибір ефективного дизайну монетарної політики в її межах неможливо аналізувати ізольовано від поточної ситуації, типу й етапу розвитку фінансово-економічної системи країни, а також від такого фактора, як довіра до банківської системи. За результатами дослідження 28 країн, що розвиваються, протягом 2006–2017 рр. виявлено зниження ефективності монетарної політики у разі вільного руху капіталу і фіксації курсу, тоді як підвищення – у разі зростання незалежності центрального банку; проте ці відмінності

нівелюються за достатнього рівня довіри до банківської системи (Montes et al., 2024).

На рівень довіри й ефективність монетарної політики в середньо- та довгостроковому періодах впливають такі чинники, як баланс між стабілізаційними цілями та завданнями центрального банку та необхідністю обмежити надто часте й активне втручання у фінансові процеси. Науковці (Дзюблук та ін., 2021; Shtefan, 2023) вважають, що в умовах економіки, що розвивається, та інфляції пропозиції, а не попиту, класичне інфляційне таргетування та вибір облікової ставки як основного монетарного інструменту можуть бути контрпродуктивними, натомість пропонують пошук ширшого комплексу монетарних цілей.

Прикладами аналізу ефективності монетарної політики в **кількісній парадигмі** передусім є праці закордонних науковців (Cecchetti et al., 2004; Bries et al., 2012). Згідно з їхнім підходом, для оцінювання ефективності монетарної політики варто використовувати зважений показник P_t :

$$P_t = \lambda_t \text{Var}(\pi_t) + (1 - \lambda_t) \text{Var}(y_t), \quad (1)$$

де $\text{Var}(\pi_t)$ і $\text{Var}(y_t)$ – це дисперсія інфляції та виробництва, відповідно, а λ_t , $0 \leq \lambda_t \leq 1$ – зважувальний коефіцієнт, що виражає баланс цілей монетарної політики. Для заданого λ_t в певний період часу ми можемо говорити, що збалансовані комбінації волатильності інфляції та виробництва формують «ефективну межу монетарної політики», а, відповідно, поточні рівні P_t , які поза цією межею, свідчать про неефективність монетарної політики або ж зсув поточної

межі. Саме за рахунок порівняння поточного значення з проєкцією на ефективну межу в той чи інший спосіб (наприклад, показник Фарела, індекс Малмквіста тощо) ми можемо аналізувати зміну ефективності монетарної політики за тих чи тих обставин (рис. 2).

Альтернативним підходом до вимірювання і порівняння ефективності монетарної політики можна назвати бенчмаркінговий підхід (Montes et al., 2024), заснований на DEA (Data Envelopment Analysis). На відміну від попереднього підходу, йдеться про співвідношення дії (облікова ставка, варіативність ставки) та ефекту (різниця між фактичною інфляцією та її цільовим значенням, варіативність інфляції), тобто фактично про ефективність монетарного трансмісійного механізму. Значення, розраховані для обраних економік, визнаних такими, що мають оптимальну ефективність монетарної політики, прирівнюються до 1 і відповідно аналізують подальшу ефективність за допомогою бенчмаркінгового підходу.

Розглядаючи ефективність монетарної трансмісії як концептуальну складову ефективності монетарної політики, слід брати до уваги низку принципів нюансів.

1. Оцінювання ефективності монетарної трансмісії шляхом аналізу еластичностей (Міщенко та ін., 2010; Насаченко, 2023) вимагає виділення окремих каналів трансмісії. Оскільки ці канали взаємодіють між собою, а їхній ефект акумулюється в цільовому показнику чи показниках, такий підхід потребує суттєвого рівня абстракції.

2. У загальному понятті монетарної трансмісії для центральних банків, що дотримуються інфляційного таргетування, важливу роль відіграє

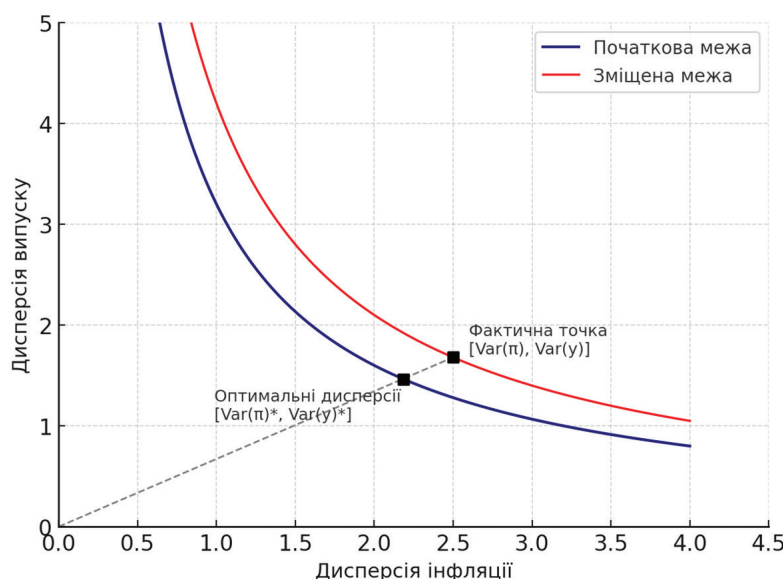


Рис. 2. Ефективна межа монетарної політики, за (Bries et al., 2012; Cecchetti et al., 2004)



Рис. 3. Співвідношення номінальної та реальної облікової ставки НБУ (2014–2025 рр.)

Джерело: розраховано автором на основі (Національний банк України, 2025)

ефект передачі процентних ставок як важливий елемент ефективності кредитного каналу монетарної трансмісії. Зокрема, на прикладі банківського сектору України виявлено, що залежно від бізнес-моделі комерційного банку та строкової структури портфеля є значні відмінності в ефекті передачі відсоткових ставок, що, безперечно, впливає на ефективність монетарної трансмісії загалом, особливо в умовах невизначеності, коли ці характеристики банківського сектору зазнають змін (Hlazonov et al., 2023).

3. За підходу «вплив–ефект» потрібно мати уявлення про очікуваний час проходження трансмісії (може бути змінним). Крім того, інструменти монетарної політики повинні змінювати своє значення протягом вікна вимірювання, інакше вимірювання ефекту не матиме основи або спричинить ділення на нуль. Також цільовий показник і його таргетоване значення можуть зазнавати змін, а отже, потребуватимуть корекції моделі.

4. Загальноприйнята практика аналізу монетарної трансмісії із застосуванням VAR-моделей дає змогу проаналізувати темпоральну структуру передачі шоків на основі узагальнення історичних даних. Також є версії цього підходу, які дають змогу врахувати зміни еластичностей та темпоральних характеристик трансмісії та можливі асиметрії: TVP-VAR (Ge, 2019), TVAR (Li & St-Amant, 2010), VLSTAR.

5. Монетарну трансмісію важко розглядати без взаємодії із вбудованими механізмами та зворотними зв'язками, які визначають схильність і здатність економічної системи повертатись до гомеостазису самостійно. Інакше кажучи, монетарне регулювання є важливим, але не єдиним механізмом, що зумовлює відповідь на шоки, і саме взаємодія монетарної політики з цими вбудованими процесами визначає ефективність монетарної політики як контршокової діяльності (тобто ми можемо говорити про суть явища монетарного регулювання як про «керовану фільтрацію шоків»).

Як ілюстрацію частини цих ефектів на рис. 3 зображено порівняння динаміки облікової ставки НБУ та відповідного значення цієї ставки, скоригованої на індекс споживчих цін, як вимірник інфляції (далі – реальна облікова ставка). Бачимо, що у 2014, 2015, 2020 та навіть у 2022–2023 рр. є тривалі періоди, коли облікова ставка не змінюється. Якщо спростити сформулювати мету монетарного регулятора як утримання реальної облікової ставки трохи вище від позначки нуль, враховуючи дезінфляційний ефект від рестриктивної монетарної політики (тут вираженої підняттям облікової ставки) та стимулюючий ефект від її зниження, то можна помітити, що: 1) у 2014 р. (ще до запровадження інфляційного таргетування) знадобилося приблизно 15 місяців для обернення висхідного тренду інфляції

і 24 місяці до повернення до відмітки у 7 % інфляції; 2) вже після запровадження інфляційного таргетування, з 4-го кварталу 2020 р. по 4-й квартал 2021 р. тривав новий виток інфляції, облікову ставку було підвищено в 1-му кварталі 2021 р., і у 4-му кварталі 2021 р. можна помітити певну стабілізацію (приблизно 12 місяців до отримання ефекту), але 3) з початком повномасштабної війни у 1-му кварталі 2022 р. підняття ставки до рівня 25 % у 2-му кварталі задало висхідний тренд реальній ставці настільки, що навіть після початку зниження облікової ставки у 3-му кварталі 2023 р. спостерігалось зниження інфляції ще протягом трьох місяців, причому обернення тренду інфляції відбулося ще наприкінці 1-го кварталу 2023 р. (приблизно 13 місяців), а повернення до відмітки у 5 % – на початку 4-го кварталу того ж року (21 місяць), за умов режиму полегшеного інфляційного таргетування і посилення ролі валютних інтервенцій як основної монетарної операції (Ребрик, 2024).

Навіть після такого, дуже спрощеного, аналізу очевидно, що для оцінювання ефективності монетарної політики на такому відтинку буде потрібно:

1. Як показник монетарного впливу (I_t) використовувати зважену суму характеристик облікової ставки, валютних інтервенцій та резервних вимог, із вагами, які змінюються протягом часу. Таким чином буде нівельовано періоди незмінності основного монетарного інструменту або інструментів та запроваджено адаптацію під зміни набору монетарних інструментів. Також замість номінальної облікової ставки можна взяти розраховану реальну.

2. Як показник монетарних цілей (T_t) використовувати зважену суму характеристик (рівня і варіації) обмінного курсу, індексу споживчих цін та приросту реального ВВП (у разі, якщо такі орієнтири передбачені засадами грошово-кредитної політики), зі змінними вагами, які б відображали поточні засади грошово-кредитної політики. Відповідний тренд або цільові значення слід задати як часовий ряд μ_t .

3. Як комплексний показник зовнішніх і внутрішніх шоків (S_t) можна взяти один або кілька композитних індексів, на кшталт індексу фінансового стресу (Filatov, 2021).

4. Задати монетарний горизонт у щонайменше 18 місяців, з можливістю його динамічної зміни.

На основі таких часових рядів, з огляду на проведений вище критичний аналіз методів вимірювання ефективності монетарної політики, можемо сформулювати таку концептуальну модель розрахунку показника ефективності монетарної політики (2):

$$E_t = \frac{w_t \text{Var}(S_t) - \text{Var}(T_{t+h} - \mu_{t+h})}{\text{Var}(I_t)}, \quad (2)$$

де S_t – агреговані збурення економіки, завдані внутрішніми та зовнішніми чинниками; I_t – агреговані засоби монетарного впливу (зміна значень монетарних інструментів); $T_{t+h} - \mu_{t+h}$ – агреговані позатрендові збурення таргетованих змінних з лагом h ; w_t – коригувальний ваговий вектор для узгодження масштабів вхідних і вихідних збурень, змінний у часі. Цей показник, після калібрування ваг, відображає основні очікування та припущення стосовно показника ефективності: 1) що вищі відфільтровані збурення $w_t \text{Var}(S_t) - \text{Var}(T_{t+h} - \mu_{t+h})$, то вищий показник ефективності, 2) що нижча дисперсія монетарних інструментів – то вищий показник ефективності, 3) враховано як принцип «мета – результат», так і принцип «зусилля – результат», тож така метрика має адекватно виражати ефективність як монетарної трансмісії, так і грошово-кредитної політики загалом.

Висновки та пропозиції щодо подальших досліджень. В умовах екстремальної невизначеності, яка характерна для кількох етапів розвитку української економіки, традиційні критерії ефективності монетарної політики потребують адаптації. У статті показано, що доцільно сформулювати набір гнучких індикаторів монетарних умов і зведеного індексу на їхній основі, що враховують динамічний та стохастичний характер поточної ситуації, застосовуючи концепцію «керованої фільтрації шоків». Зокрема, використовуючи дисперсію показників, виміряну ковзним вікном, можна апроксимувати ефекти швидкості затухання цільових показників відносно мети або тренду.

Для більш точного виділення очікуваного тренду цільових показників доцільно використовувати стохастичні макроекономічні моделі, які дають змогу моделювати антишокову дію політики та вбудовані негативні зворотні зв'язки в економічній системі. Похибка таких моделей відносно реальних значень даватиме адекватне уявлення про ефективність монетарної політики.

Також важливо здійснювати пошук адекватного бенчмарку або кількох бенчмарків, що дасть змогу оцінити ефективність політики порівняно з іншими країнами або альтернативними сценаріями.

Ефективність окремих каналів трансмісії в Україні є змінною в часі та залежить від структурних характеристик економіки. Наприклад, кредитний канал може бути слабко вираженим за низької довіри до банків, а валютний – може втрачати вплив у разі фіксації курсу. Варто

враховувати, що підвищення ефективності окремих каналів часто виходить за межі виключно монетарної політики й потребує структурних

реформ, зокрема розвитку ринку капіталу, зміцнення банківської системи або поліпшення конкуренції в реальному секторі.

Список літератури

- Данилишин, Б. М. (2020). Перспективи удосконалення монетарної політики України. *Фінанси України*, 2, 7–24.
- Дзюблук, О. В., Галищайська, Ю. М., Довгань, Ж. М., Забчук, Г. М., Івашук, О. О., Луців, Б. Л., Сенів, Б. Г., & Чайковський, Я. І. (2021). *Монетарні важелі стимулювання розвитку економіки України: Глобальні виміри та національні інтереси* (О. В. Дзюблук, Ред.). Осадца Ю. В. <http://dspace.wunu.edu.ua/handle/316497/45065>
- Долінський, Л. Б. (2023). Управління ефективністю та ризиком підприємницької діяльності в умовах цифрової трансформації економіки. У В. Г. Воронкова & Н. Г. Метеленко (Ред.), *Цифрова трансформація промислового менеджменту: Теорія і практика* (с. 597–632). Liha-Pres. <https://dspace.znu.edu.ua/jspui/handle/12345/13677>
- Мищенко, В. І., Сомик, А. В., & Лисенко, Р. С. (2010). *Особливості дії трансмісійного механізму грошово-кредитної політики в умовах кризи* (Випуск 16). Центр наукових досліджень НБУ.
- Насаченко, М. Ю. (2023). *Монетарна політика України в умовах макроекономічної нестабільності* [Дисертація доктора філософії у галузі «Управління та адміністрування» за спеціальністю «Фінанси, банківська справа та страхування», Національний університет «Києво-Могилянська академія»]. <https://ekmair.ukma.edu.ua/handle/123456789/26401>
- Національний банк України. (2024, 11 вересня). Рішення Правління Національного банку України № 16-рш від 11 вересня 2024 року. https://bank.gov.ua/ua/legislation/Decision_11092024_16-rd
- Національний банк України. (2025). *Офіційна статистика Національного банку України*. <https://bank.gov.ua/ua/statistic/nbustatistic>
- Ребрик, О. (2024, листопад). *Макроекономічна ситуація та монетарна політика: Позиція НБУ*. https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Rebryk_pr_29.11.2024.pdf?v=9
- Boughton, J. M. (2002). On the origins of the Fleming-Mundell Model. *IMF Working Papers*, 02(107), 1. <https://doi.org/10.5089/9781451852998.001>
- Briec, W., Gabillon, E., Lasselle, L., & Ratsimbanierana, H. (2012). On measuring the efficiency of monetary policy. *Economics Letters*, 117(1), 182–185. <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2012.04.107>
- Cecchetti, S., Flores-Lagunes, A., & Krause, S. (2004). *Has Monetary Policy Become More Efficient? A Cross Country Analysis* (Working Paper w10973). National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w10973>
- Danylyshyn, B. (2020). Prospects for improving Ukraine's monetary policy. *Finances of Ukraine*, 2, 7–24 [in Ukrainian].
- Dolinskyi, L. (2023). Management of efficiency and risk in entrepreneurial activity under conditions of digital economic transformation. In V. Voronkova & N. Metelenko (Eds.), *Digital transformation of industrial management: Theory and practice: Monograph* (pp. 597–632). Liha-Pres. <https://dspace.znu.edu.ua/jspui/handle/12345/13677> [in Ukrainian].
- Dzyublyuk, O., Halitseiska, Yu., Dovhan, Zh., Zabchuk, H., Ivashchuk, O., Lutsiv, B., Seniv, B., & Chaikovskiy, Ya. (2021). *Monetary levers for stimulating the development of Ukraine's economy: Global dimensions and national interests* (O. Dzyublyuk, Ed.). Osadtsa Yu. V. [Publisher]. <http://dspace.wunu.edu.ua/handle/316497/45065> [in Ukrainian].
- Letters, 117(1), 182–185. <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2012.04.107>
- Cecchetti, S., Flores-Lagunes, A., & Krause, S. (2004). *Has Monetary Policy Become More Efficient? A Cross Country Analysis* (Working Paper w10973). National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w10973>
- Filatov, V. (2021). A new financial stress index for Ukraine. *Visnyk of the National Bank of Ukraine*, 251, 37–54. <https://doi.org/10.26531/vnbu2021.251.03>
- Ge, T. (2019). Time-varying transmission efficiency of China's monetary policy. *China Economic Journal*, 12(1), 32–51. <https://doi.org/10.1080/17538963.2018.1556421>
- Hlazonov, A., Dadashova, P., & Lukianenko, I. (2023). Interest rate pass-through in Ukraine: evidence from the bank ownership. *Financial and credit activity problems of theory and practice*, 5(52), 8–24. <https://doi.org/10.55643/fcaptp.5.52.2023.4135>
- Li, F., & St-Amant, P. (2010). *Financial Stress, Monetary Policy, and Economic Activity*. <https://doi.org/10.34989/SWP-2010-12>
- Mishkin, F. S. (1995). Symposium on the Monetary Transmission Mechanism. *Journal of Economic Perspectives*, 9, 3–10.
- Montes, G. C., Silva Rodrigues Júnior, I., Bastos, J. C. A., & Batista, L. M. (2024). Effects of monetary policy credibility and the open economy trilemma on monetary policy efficiency. *International Journal of Finance and Economics*, 29(2), 1236–1258. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2737>
- Obstfeld, M., Shambaugh, J. C., & Taylor, A. M. (2005). The trilemma in history: Tradeoffs among exchange rates, monetary policies, and capital mobility. *Review of Economics and Statistics*, 87(3), 423–438. <https://doi.org/10.1162/00346530504638300>
- Shtefan, L. (2023). Assessment of monetary policy efficiency: methodological aspect. *Economy and Society*, 53. <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2023-53-94>
- Stiglitz, J. (2012). Macroeconomics, monetary policy, and the crisis. In O. Blanchard, D. Romer, M. Spence, & J. E. Stiglitz (Eds.), *In the Wake of the Crisis* (pp. 31–42). The MIT Press. <https://doi.org/10.7551/mitpress/9451.003.0007>

References

- Boughton, J. M. (2002). On the origins of the Fleming-Mundell Model. *IMF Working Papers*, 02(107), 1. <https://doi.org/10.5089/9781451852998.001>
- Briec, W., Gabillon, E., Lasselle, L., & Ratsimbanierana, H. (2012). On measuring the efficiency of monetary policy. *Economics Letters*, 117(1), 182–185. <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2012.04.107>
- Cecchetti, S., Flores-Lagunes, A., & Krause, S. (2004). *Has Monetary Policy Become More Efficient? A Cross Country Analysis* (Working Paper w10973). National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w10973>
- Danylyshyn, B. (2020). Prospects for improving Ukraine's monetary policy. *Finances of Ukraine*, 2, 7–24 [in Ukrainian].
- Dolinskyi, L. (2023). Management of efficiency and risk in entrepreneurial activity under conditions of digital economic transformation. In V. Voronkova & N. Metelenko (Eds.), *Digital transformation of industrial management: Theory and practice: Monograph* (pp. 597–632). Liha-Pres. <https://dspace.znu.edu.ua/jspui/handle/12345/13677> [in Ukrainian].
- Dzyublyuk, O., Halitseiska, Yu., Dovhan, Zh., Zabchuk, H., Ivashchuk, O., Lutsiv, B., Seniv, B., & Chaikovskiy, Ya. (2021). *Monetary levers for stimulating the development of Ukraine's economy: Global dimensions and national interests* (O. Dzyublyuk, Ed.). Osadtsa Yu. V. [Publisher]. <http://dspace.wunu.edu.ua/handle/316497/45065> [in Ukrainian].
- Filatov, V. (2021). A new financial stress index for Ukraine. *Visnyk of the National Bank of Ukraine*, 251, 37–54. <https://doi.org/10.26531/vnbu2021.251.03>
- Ge, T. (2019). Time-varying transmission efficiency of China's monetary policy. *China Economic Journal*, 12(1), 32–51. <https://doi.org/10.1080/17538963.2018.1556421>
- Hlazonov, A., Dadashova, P., & Lukianenko, I. (2023). Interest rate pass-through in Ukraine: evidence from the bank ownership. *Financial and credit activity problems of theory and practice*, 5(52), 8–24. <https://doi.org/10.55643/fcaptp.5.52.2023.4135>
- Li, F., & St-Amant, P. (2010). *Financial Stress, Monetary Policy, and Economic Activity*. <https://doi.org/10.34989/SWP-2010-12>
- Mishchenko, V., Somyk, A., & Lysenko, R. (2010). *Features of the transmission mechanism of monetary policy in times of crisis* (Issue 16). National Bank of Ukraine Research Center [in Ukrainian].
- Mishkin, F. S. (1995). Symposium on the Monetary Transmission Mechanism. *Journal of Economic Perspectives*, 9, 3–10.
- Montes, G. C., Silva Rodrigues Júnior, I., Bastos, J. C. A., & Batista, L. M. (2024). Effects of monetary policy credibility and the open economy trilemma on monetary policy efficiency. *International Journal of Finance and Economics*, 29(2), 1236–1258. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2737>
- Nasachenko, M. (2023). *Monetary policy of Ukraine under macroeconomic instability* [PhD diss. in “Management and

- Administration” in the specialty “Finance, Banking and Insurance,” National University of Kyiv-Mohyla Academy]. <https://ekmair.ukma.edu.ua/handle/123456789/26401> [in Ukrainian].
- National Bank of Ukraine. (2024, September 11). Decision of the Board of the National Bank of Ukraine No. 16-rd dated September 11, 2024. https://bank.gov.ua/ua/legislation/Decision_11092024_16-rd [in Ukrainian].
- National Bank of Ukraine. (2025). *Official statistics of the National Bank of Ukraine*. <https://bank.gov.ua/ua/statistic/nbustatistic> [in Ukrainian].
- Obstfeld, M., Shambaugh, J. C., & Taylor, A. M. (2005). The trilemma in history: Tradeoffs among exchange rates, monetary policies, and capital mobility. *Review of Economics and Statistics*, 87(3), 423–438. <https://doi.org/10.1162/0034653054638300>
- Rebryk, O. (2024, November). *Macroeconomic situation and monetary policy: Position of the NBU*. https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Rebryk_pr_29.11.2024.pdf?v=9 [in Ukrainian].
- Shtefan, L. (2023). Assessment of monetary policy efficiency: methodological aspect. *Economy and Society*, 53. <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2023-53-94>
- Stiglitz, J. (2012). Macroeconomics, monetary policy, and the crisis. In O. Blanchard, D. Romer, M. Spence, & J. E. Stiglitz (Eds.), *In the Wake of the Crisis* (pp. 31–42). The MIT Press. <https://doi.org/10.7551/mitpress/9451.003.0007>

Vasyl Zhuk

EFFICIENCY CRITERIA FOR MONETARY POLICY IN UKRAINE

Abstract

The purpose of this study is to develop approaches for assessing the effectiveness of monetary transmission in Ukraine as a systemic indicator of the ability of monetary policy to achieve its declared goals under conditions of extreme uncertainty. Special emphasis is placed on the need to adapt traditional analytical methods to new challenges associated with profound structural transformations of the economy, the impact of external shocks, and the evolving role of central banks in unstable environments.

The research methodology includes a critical review of scientific literature, systems analysis of the transmission mechanism structure, modeling of an adaptive effectiveness metric, and elements of comparative analysis. The approach considers both the objectives and outcomes of monetary policy, accounting for delay factors, institutional inertia, sensitivity of transmission channels, and their interactions.

The main outcome of the research is the development of a conceptual approach to evaluating monetary policy effectiveness, based on the perception of the financial and economic system as a filtering mechanism designed to smooth internal and external shocks, within which the monetary regulator and transmission mechanism operate (referred to as the “managed shock filtering” concept). The proposed coefficient, through time-varying weights, allows adapting to modifications in monetary goals and principles by operating the sets of monetary instruments and targets, while penalizing the dispersion of instruments to ensure a minimum necessary and predictable policy approach.

The practical application of the results lies in the use of the proposed approaches for analyzing the policies of the National Bank of Ukraine and other central banks under crisis or extreme uncertainty, particularly for developing adaptive monetary rules, communication strategies, and more resilient models for forecasting the impact of monetary impulses.

The study summarizes the directions for improving the proposed framework, including the application of structural economic models and benchmarking approaches. It is also emphasized that the prerequisites for changing transmission efficiency may lie both within and beyond the scope of macro-financial regulation.

Keywords: monetary policy, monetary policy effectiveness, monetary transmission mechanism, institutional capacity, price stability, central bank, National Bank of Ukraine (NBU), extreme uncertainty.

Подано / Submitted: 30.05.2025

Схвалено до публікації / Accepted: 26.08.2025

Оприлюднено / Published: 27.11.2025

Жук Василь Михайлович – старший викладач кафедри фінансів
Національного університету «Києво-Могилянська академія»

Vasyl Zhuk – Senior Lecturer at the Finance Department, National University of Kyiv-Mohyla Academy
<https://orcid.org/0009-0001-6394-5023>

v.zhuk@ukma.edu.ua



Creative Commons Attribution 4.0 International License (CC BY 4.0)