

УДК 336.02:338.124.4(477)

Р. Й. Бачо,

д. е. н., професор, завідувач кафедри обліку і аудиту,

Закарпатський угорський інститут ім. Ф. Ракоці II

ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-5957-7571>

К. А. Сочка,

к. е. н., доцент, доцент кафедри обліку і аудиту,

Закарпатський угорський інститут ім. Ф. Ракоці II

ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-6247-221X>

Е. Г. Шебештень,

доктор філософії з економіки, старший викладач кафедри обліку і аудиту,

Закарпатський угорський інститут ім. Ф. Ракоці II

ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-9471-5458>

DOI: 10.32702/2306-6792.2025.16.31

РОЛЬ ІНСТРУМЕНТІВ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ НА СТРЕСОСТІЙКІСТЬ ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ В УМОВАХ ВОЄННОГО СТАНУ

R. Bacho,

Doctor of Economic Sciences, Professor, Head of the Department of Accounting and Auditing,

Ferenc Rakoczi II Transcarpathian Hungarian College of Higher Education

K. Sochka,

PhD in Economics, Associate Professor, Associate Professor of the Department of Accounting and Auditing,

Ferenc Rakoczi II Transcarpathian Hungarian College of Higher Education,

E. Shebeshten,

PhD in Economics, Senior Lecturer of the Department of Accounting and Auditing,

Ferenc Rakoczi II Transcarpathian Hungarian College of Higher Education

THE ROLE OF MONETARY POLICY INSTRUMENTS IN ENSURING THE RESILIENCE OF UKRAINE'S ECONOMY UNDER CONDITIONS OF MARTIAL LAW

У статті досліджено трансформацію монетарної політики Національного банку України (НБУ) в умовах військового стану, з особливим акцентом на аналіз впливу основних інструментів грошово-кредитного регулювання на забезпечення стресостійкості національної економіки. Обґрунтовано, що криза, спричинена повномасштабною війною, вимагала від НБУ адаптивної реакції та нестандартного використання класичних інструментів монетарної політики з метою запобігання фінансовій дестабілізації. У процесі дослідження було використано методи порівняльного та структурного аналізу, динамічних рядів і систематизації. Особливу увагу приділено таким інструментам як облікова ставка, операції з державними цінними паперами, валютні інтервенції, нормативи обов'язкових резервів. Встановлено, що своєчасне підвищення облікової ставки до 25% дозволило частково стримати інфляційні ризики та стабілізувати очікування економічних агентів. Також було проаналізовано вплив емісійного фінансування бюджету через первинне розміщення ОВДП на рівень інфляції та ліквідність банківської системи. Автори підкреслюють важливість координації фінансової та монетарної політик у період кризового управління. Стаття також містить оцінку обмежень і ризиків у застосуванні інструментів грошово-кредитного регулювання в умовах воєнного часу, включаючи обмеження функціонування валютного ринку, втрачену довіру до гривні, обмеження руху капіталів. За результатами дослідження зроблено висновок, що монетарна політика НБУ в умовах війни була критично важливою для збереження макрофінансової стабільності, а її подальша еволюція повинна бути орієнтована на підтримку економічного відновлення через помірну лібералізацію та розвиток внутрішнього боргового ринку. Водночас, наголошено на важливості впровадження антикризової стратегії управління інфляційними та валютними очікуваннями.

The article examines the transformation of the monetary policy of the National Bank of Ukraine (NBU) under martial law, with a special focus on the impact of key monetary policy instruments on ensuring the resilience of the national economy. It is substantiated that the crisis caused by the full-scale war required an adaptive response from the NBU and a non-standard application of classical monetary tools to prevent financial destabilization. The study employed methods of comparative and structural analysis, time series dynamics, and systematization. Particular attention is paid to such instruments as the key policy rate, operations with government securities, foreign exchange interventions, and reserve requirement norms. It was established that the timely increase of the key rate to 25% contributed to mitigating inflationary risks and stabilizing economic agents' expectations. The impact of budget deficit financing through the primary placement of domestic government bonds (OVDs) on inflation and banking system liquidity was also examined. The authors emphasize the necessity of coordinating fiscal and monetary policies during crisis management. The article provides an assessment of the limitations and risks associated with the use of monetary policy tools during wartime, including restrictions on the currency market, erosion of confidence in the national currency, and capital movement controls. Based on the results of the study, the authors conclude that the monetary policy of the NBU during the war has been crucial for maintaining macro-financial stability. Its future evolution should focus on supporting economic recovery through moderate liberalization and the development of the domestic debt market. At the same time, the importance of implementing an anti-crisis strategy for managing inflationary and exchange rate expectations is underlined.

Ключові слова: монетарна політика, Національний банк України, облікова ставка, обов'язкові резерви, інфляція, фінансова стабільність.

Key words: monetary policy, National Bank of Ukraine, key interest rate, reserve requirements, inflation, financial stability.

ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ У ЗАГАЛЬНОМУ ВИГЛЯДІ ТА ЇЇ ЗВ'ЯЗОК ІЗ ВАЖЛИВИМИ НАУКОВИМИ ЧИ ПРАКТИЧНИМИ ЗАВДАННЯМИ

Актуальність дослідження монетарної політики НБУ та інструментарію її забезпечення визначається важливою роллю банківської системи, а також регулятивних та стабілізаційних функцій держави в особі центрального банку на ринку в процесі забезпечення суб'єктів господарювання необхідними інвестиційними ресурсами та регулювання економічних відносин. Успішність цієї політики залежить як від розробки стратегічних документів і довгострокового бачення, так і від конкретних шляхів та інструментів реалізації цієї політики, її доведення до суб'єктів господарювання у фінансовій, банківській, виробничій сферах. Розвиток світових та національного фінансових ринків упродовж останніх десятиліть зазнавав впливу таких агресивних факторів, як глобальна фінансова криза, пандемія коронавірусу та, останні три роки, повномасштабне вторгнення росії на українську територію. Вказане вимагає від державних регуляторів, в тому числі від НБУ, працювати над пошуком сучасних ефек-

тивних і нестандартних рішень та інструментів регулювання грошової сфери, валютного ринку, стимулювання інвестиційних процесів, що є конче необхідно як за умов війни, так і в післявоєнний період для відбудови національної економіки.

АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ І ПУБЛІКАЦІЙ

Питання проведення та підвищення ефективності монетарної політики в Україні знайшли своє висвітлення в роботах багатьох вітчизняних та зарубіжних науковців.

Так, автори Барон С., Оггеро Д. та Даміано М. [14] досліджують, як жорсткі монетарні режими впливають на фінстабільність. На базі нової макромоделі показано, що підвищені облікові ставки ефективно стримують інфляцію, але водночас знижують ліквідність банків та збільшують частку проблемних кредитів. Науковці Хардіні Т.Х., Суброто В.Т. та Сакті Н.С. [15] встановили, що адаптивна монетарна політика допомагає обмежувати інфляцію й підтримувати зростання. Проте її ефективність суттєво залежить від співпраці з фіскальною політикою, особливо в умовах невизначеності

Таблиця 1. Процентні ставки та обсяги депозитів і кредитів (в національній та іноземній валюті) в Україні у 2015–2023 роках

Показники	2015	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Зростання/ зменшення, разів, в.п., 2023/2015
Процентні ставки за новими кредитами резидентам, %	17,5	17,2	17,0	13,1	12,2	16,2	16,8	-0,7
Обсяги кредитів резидентам, млн грн	1405837	2447107	3016172	3235181	3872334	2702935	2481669	+1,77
Процентні ставки за новими депозитами резидентів (крім інших депозитних корпорацій), млн грн	11,6	10,9	11,5	5,6	4,3	7,2	10,5	-1,1
Обсяги депозитів резидентів, млн грн	2572899	3393460	3542728	3517321	3636940	4383129	15986548	+6,2

Джерело: [9].

та економічних шоків. Детальний бібліометричний аналіз авторів Жаннет В.Б. та Баргуеллі А. [16] показує, що довіра до центрального банку суттєво знижує вразливість обмінного курсу. Найстабільніші валюти — ті, де довіра висока, що підкреслює значення прозорості та репутації у валютній політиці. Вітчизняні науковці Щербатих Д. та Котвицька Н. [12] досліджують вплив змін режиму монетарної політики України з 2014 р. на її ефективність. Встановлено, що трансмісія ефекту облікової ставки значно послаблюється в умовах кризи й війни, а для відновлення довіри населення потрібна вдосконалена комунікація та координація з фіскальною політикою. Науковці Яковлев В. та Ткаченко М. [13] аналізують вплив облікової ставки, резервних вимог та валютних резервів на доступність кредитування. і роблять висновок щодо рекомендацій для стимулювання кредитування для зниження системних ризиків.

У статті авторів Кузьмак О. та Бондар Ю. [6] описано, як НБУ адаптував інструменти політики під виклики воєнного часу: підтримання ліквідності банків, збереження капіталу та запровадження нових кредитних програм. Водночас на даний час потребує комплексного аналізу впливу інструментів монетарної політики на забезпечення стресостійкості економіки України в умовах воєнного стану.

ФОРМУЛЮВАННЯ ЦІЛЕЙ СТАТТІ (ПОСТАНОВКА ЗАВДАННЯ)

Метою статті є дослідження впливу інструментів грошово-кредитної політики НБУ у забезпеченні стресостійкості економіки України в умовах воєнного стану.

ВИКЛАД ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ ДОСЛІДЖЕННЯ

Перелік інструментів монетарної політики Національного банку України, які використо-

вуються ним на сучасному етапі, включає [3]: інтервенції на валютному ринку, процентну політику, операції з регулювання ліквідності банків та інші інструменти. Валютні інтервенції визнано основним інструментом монетарної політики під час війни. До інших інструментів віднесено обов'язкові резерви; операції РЕПО; купівля та продаж державних цінних паперів; операції своп.

З початком повномасштабної військової агресії РФ проти України, облікова ставка продовжує залишатись ключовим параметром грошової сфери та важливим інструментом регулювання грошового обігу, вона являє собою варіант установлення якісного параметра ринку, а саме — вартості банківських кредитів. Саме за цією ставкою проводяться основні операції з регулювання ліквідності. Змінюючи ключову процентну ставку, НБУ впливає на короткострокові процентні ставки на міжбанківському грошово-кредитному ринку, які, в свою чергу, транслюються в зміни процентних ставок за іншими фінансовими активами (депозитами, кредитами, державними цінними паперами та цінними паперами підприємств). Ці ставки мають безпосередній вплив на обсяги споживання та інвестицій домогосподарств і підприємств, а отже і на інфляцію.

Динаміка облікової ставки НБУ за період 2015–2024 років свідчить про суттєві хвилі її коливання — зниження у 2017 році до 12–13 % і подальше зростання до 18%, знову скорочення і зростання (табл. 1). За досліджуваний період найнижчим рівень облікової ставки був середині 2020 року — 6%. У рік початку повномасштабної війни облікова ставка була підвищена до 25%, подальше поступове її зниження спостерігалось у 2023–2024 роках. Станом на жовтень 2024 року облікова ставка становила 13%.

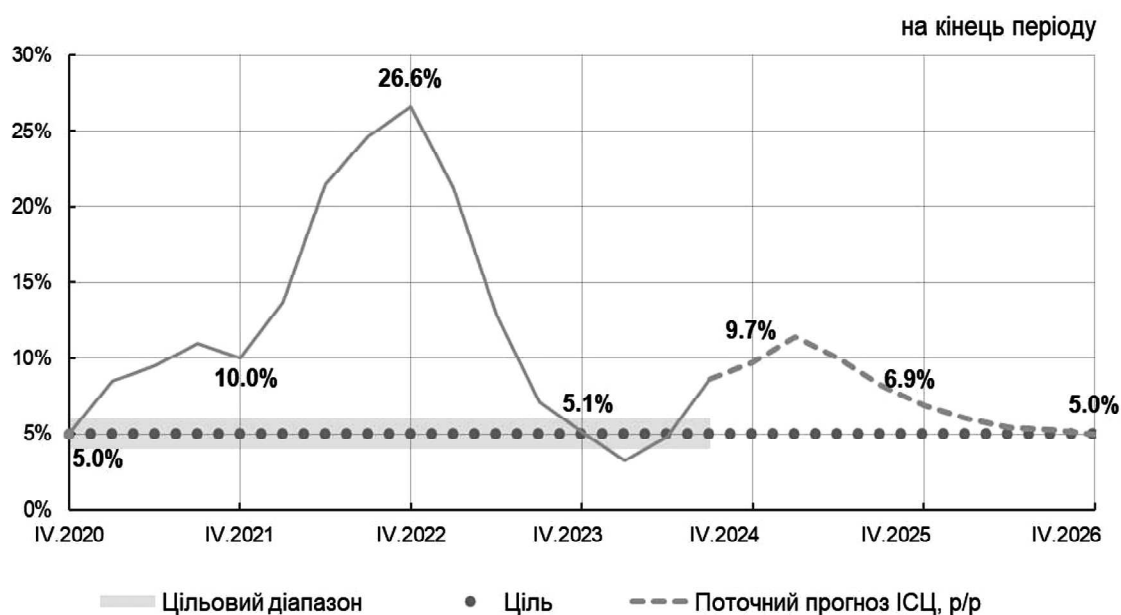


Рис. 1. Інфляція та інфляційні цілі НБУ (2020—2026 роки) [4].

Фактично облікова ставка НБУ відображає нижчий рівень вартості грошей на ринку кредитів рефінансування. Одночасно ставки кредитів рефінансування є вищими за облікову ставку, адже вона представляє собою мінімальну ціну національних грошей в економіці, і всі процентні ставки за різними кредитами рефінансування не можуть бути нижчими за її рівень. У результаті рівень відсотка за різними інструментами рефінансування щонайменше на 2—4 відсоткові пункти вищий за рівень облікової ставки НБУ.

Сутність зміни облікової ставки і ставок рефінансування як методу грошово-кредитної політики полягає в тому, що ця зміна впливає на величину відсотків за кредитами і депозитами в економічній системі країни, виступаючи проявом політики кредитної рестрикції чи кредитної експансії (табл. 1) та впливаючи на масштаби кредитування економіки країни. Попри високі відсоткові ставки в 2018—2019 роках відбувалося зростання обсягів кредитування, різке падіння цих масштабів відбулося з початком війни у 2022 році. За результатами діяльності 2023 року обсяги кредитів повернулись до масштабів 2018 року. Натомість динаміка депозитної бази стабільно зростала, особливо різке зростання масштабів цих операцій відбулося в 2023 році — в 3,6 рази порівняно з попереднім роком. За досліджуваний період обсяги депозитів зросли в 6,2 рази на відміну від зростання кредитів всього в 1,8 рази (табл. 1).

За результатами 2023 року в Україні спостерігалось певне сповільнення інфляції та поліпшення інфляційних очікувань. Поступове

відновлення дієвості каналів монетарної трансмісії сприяло посиленню впливу ключової (облікової) процентної ставки на стан грошово-кредитного ринку, мотиви поведінки економічних агентів та динаміку макроекономічних показників, зокрема інфляції та обмінного курсу. На думку НБУ, це створило належні передумови для подальшого поступового повернення до повноцінного формату інфляційного таргетування з плаваючим обмінним курсом як більш стійкого монетарного режиму [8].

Основними засадами грошово-кредитної політики на середньострокову перспективу, схваленими НБУ у 2024 році, задекларовано намір використовувати режим гнучкого інфляційного таргетування, який буде характеризуватися керованою гнучкістю обмінного курсу, застосуванням валютних обмежень та подовженим горизонтом політики. Цим документом передбачено, що монетарна політика буде спрямовуватись на приведення інфляції (індекс споживчих цін у річному вимірі) до цілі 5% на належному горизонті політики (до 3-х років). В окремі періоди інфляція може відхилятися від зазначеної цілі під дією таких чинників: зміни цін на сировинні товари й інші високоволатильні компоненти індексу споживчих цін, відхилення адміністративно регульованих цін від раніше заявленого рівня тощо. Горизонт політики, тобто період часу упродовж якого НБУ має намір повернути інфляцію до цілі 5%, гнучко визначатиметься з урахуванням об'єктивних процесів і не перевищуватиме 3-х років (рис. 1) [8].

Таблиця 2. Макроекономічні та монетарні показники України за 2015—2023 роки*

Показники	2015	2019	2020	2021	2022	2023	Зміна (+, -) 2023 до 2015, разів
ВВП України у фактичних цінах, млрд грн	1979,5	3974,6	4194,1	5459,6	5191,0	6537,8	+3,3
Рівень безробіття, %	9,5	8,6	9,9	10,3	**	**	
Грошова маса МЗ, млрд грн	994,1	1438,3	1850,0	2071,4	2501,6	3077,2	+3,1
Рівень монетизації (за МЗ), %	50,0	36,2	44,1	37,9	48,2	47,1	-3,3 в.п
Швидкість обертання грошової маси МЗ, обертів за рік	2,0	2,8	2,3	2,6	2,1	2,1	+0,1
Грошова база (ГБ), млрд грн	336,0	477,5	596,0	662,5	792,5	976,9	+2,9
Грошовий мультиплікатор (МЗ/ГБ)	2,96	3,01	3,10	3,13	3,16	3,15	+0,19
Норматив обов'язкового резерву (діапазон на кінець періоду, %)	3-6,5	3-6,5	0-10,0	0-10,0	0-10,0	10-30	+3-5 разів
Облікова ставка НБУ (на кінець періоду), %	22,0	13,5	6,0	9,0	25,0	15,0	-7,0 в.а

Джерело: *складено та розраховано за даними [1, 2, 10].

**Дані відсутні.

Оцінюючи ефективність процентної політики як методу грошово-кредитного регулювання, слід зазначити, що це досить гнучкий інструмент регулювання, водночас результати його застосування важко спрогнозувати. Порівняно з операціями на відкритому ринку, за допомогою яких центральний банк має можливість оперативно, виходячи з власних намірів, змінювати грошову базу, процентна політика є менш значущим інструментом регулювання.

В Україні можливості використання операцій на відкритому ринку цінних паперів є досить обмеженими, оскільки немає достатньо відповідних фінансових інструментів, цінних паперів високого рівня надійності та ліквідності. За таких умов обов'язкові резерви посідають домінуюче місце серед інструментів монетарної політики, за допомогою яких можна здійснювати доволі ефективне управління грошово-кредитним ринком.

Головна мета обов'язкового резервування коштів полягає в обмеженні дії грошового мультиплікатора та підтриманні на певному рівні грошової маси в обігу. Для збільшення пропозиції грошей Національний банк України зменшує норматив обов'язкового резервування, а для зменшення пропозиції — підвищує норматив.

З 2001 року НБУ почав застосовувати диференційовані нормативи обов'язкового резервування. З метою посилення стимулюючої спрямованості політики обов'язкових резервних вимог було введено диференціацію норми резервування з урахуванням трьох критеріїв:

термін залучення коштів (короткострокові чи середньострокові пасиви); валюта залучення коштів (національна чи іноземна валюта); категорія вкладника (фізичні чи юридичні особи). Установлення диференційованих норм обов'язкового резервування давало змогу певним чином стимулювати або обмежувати різні види депозитних операцій комерційних банків.

Норматив обов'язкового резервування має безпосередній вплив на величину грошово-кредитного мультиплікатора, і, відповідно, на обсяги кредитної емісії в банківській системі країни. Як свідчать дані НБУ [8], зниження норм обов'язкового резервування призводило до поступового зростання грошово-кредитного мультиплікатора (у 2019—2022 роки), і навпаки — в періоди підвищення нормативу мультиплікатор мав тенденцію до скорочення. Негативну стрибкоподібну динаміку з 2015 року засвідчив показник монетизації ВВП, який скоротився до рівня 47,1% у 2023 році, а ще нижчим був у 2019 році, що відповідно відображалось на зміні показника швидкості грошової одиниці.

Зміни нормативів резервування мають вплив і на інші параметри грошового ринку та монетарної сфери. Дані табл. 2 відображають волатильну динаміку з тенденцією до зниження частки готівки у структурі МЗ: за представлений шестирічний період найнижчий рівень готівки спостерігався у 2023 році. Негативним є зниження частки строкових депозитів до рівня 19—23%, в т.ч. строкових депозитів в національній валюті до 11—15%. Одночасно надзвичайно низькою є частка цінних паперів, менше

Таблиця 3. Обсяги розміщення ОВДП на первинному ринку та залучення коштів до бюджету України у 2018—2023 роках

Період	Розміщення облігацій внутрішньої державної позики, номінованих у гривні, на первинному ринку		Кошти, залучені до бюджету	
	сума, млн грн	дохідність (середньозважена), %	сума, млн грн	дохідність (середньозважена), %
2018	65127,79	17,79	65127,79	17,79
2019	227551,81	16,93	227551,81	16,93
2020	265668,72	10,20	258828,72	10,22
2021	309719,48	11,34	287896,18	11,44
2022	594384,51	18,26	164384,51	12,72
2023	401785,12	18,70	401785,12	18,70

Джерело: [5].

0,1% в 2021—2023 роках, що опосередковано відображає низький рівень розвитку фондового ринку в країні.

Отже, в сучасних умовах обов'язкове резервування має виключно монетарне призначення. В періоди загострення стану ринку увага до цього інструменту зростає, оскільки завдяки йому можна "зв'язувати" грошову масу в умовах надлишку ліквідності в банківській системі.

Проведення операцій на відкритому ринку в світовій практиці вважається найбільш ефективним інструментом монетарної політики, адже вони дають можливість вирішувати цілий комплекс проблем грошової політики, а саме: 1) беземісійне фінансування державних витрат, а звідси — управління націй основі державним боргом; 2) надання суб'єктам ринкової економіки високонадійних і високоліквідних інструментів для тимчасового розміщення власних фінансових ресурсів; 3) надання можливості центральному банку економічними засобами впливати не лише на попит і пропозицію грошей, а й на співвідношення їх структурних агрегатів — готівки і безготівкових грошей; 4) визначення засобами ринкового механізму реальної вартості державного боргу, а значить — і цінних паперів, що його обслуговують. Визначена ринком ставка процента за цінними паперами держави є орієнтиром ринкового процента для інших (приватних і корпоративних) інструментів фінансового і грошового ринку.

Важливою особливістю операцій центрального банку на відкритому ринку є швидка реакція на короткотермінові тенденції ринку, що дозволяє стабілізувати стан грошового обігу й економіки в цілому. Необхідно зазначити, що при порівняно невеликих масштабах операції на відкритому ринку спричиняють в основному якісний, а не кількісний вплив на ліквідність банківської системи й стан грошового обігу. В міру розширення обсягу операцій на відкрито-

му ринку з'являється можливість ефективно впливати й на кількісні параметри грошового ринку. В результаті ці операції стають дієвим засобом регулювання стану грошового обігу й економіки у цілому.

У світовій практиці грошово-кредитного регулювання операції центрального банку щодо купівлі-продажу цінних паперів уряду називають політикою відкритого ринку. До її позитивних якостей належать: гнучкість; оперативність; швидкість впливу на грошово-кредитну сферу; масштаби і періодичність проведення операцій. Центральний банк визначає самостійно, виходячи з політики, яку проводить; можна заздалегідь спрогнозувати вплив операцій на відкритому ринку на резерви комерційних банків, а отже, і на сукупну грошову масу.

Крім позитивних якостей операцій з цінними паперами уряду, існує ціла низка важливих проблем, що виникають перед Національним банком і економікою у цілому. Йдеться про те, що в Україні НБУ операцій на відкритому ринку у класичному розумінні, тобто операцій на вторинному ринку цінних паперів, практично не проводить. Національний банк не може оперативно регулювати грошову масу в обігу завдяки операціям на відкритому ринку через відсутність нормально функціонуючого ліквідного вторинного ринку взагалі. Левова частка операцій Національного банку практично зводилася до купівлі ним ОВДП при первинному їх розміщенні для покриття дефіциту бюджету, по суті це було "завуальованою" емісією.

Інша група проблем полягає у короткостроковості облігацій та казначейських зобов'язань Міністерства фінансів, наслідком чого є стрімке збільшення державного боргу. Важливою проблемою в різні періоди було залучення нерезидентів до операцій на внутрішньому ринку державних цінних паперів, перелив спеку-

Таблиця 4. Обсяг та структура ОВДП, які знаходяться в обігу, за номінально-амортизаційною вартістю у 2020–2024 роках

Облігації, які знаходяться у власності	01.01.20	01.01.21	01.01.22	01.01.23	01.01.24	13.11.24
Обсяги, млрд грн						
НБУ	337,077	324,577	312,606	704,570	689,990	677,606
Банки	336,467	519,498	547,088	485,645	658,119	835,545
Юридичні особи	26,340	58,074	83,128	107,298	138,941	148,646
Фізичні особи	9,776	11,100	25,162	30,170	53,249	73,307
Нерезиденти	117,719	85,291	92,646	58,403	43,639	23,420
Територіальні громади	0,000	0,186	0,077	1,884	2,031	0,772
Страхові компанії	0,000	0,000	0,000			19,996
Всього	827,38	998,73	1060,71	1387,97	1585,97	1779,29
Структура, %						
НБУ	40,74	32,50	29,47	50,76	43,51	38,08
Банки	40,67	52,02	51,58	34,99	41,50	46,96
Юридичні особи	3,18	5,81	7,84	7,73	8,76	8,35
Фізичні особи	1,18	1,11	2,37	2,17	3,36	4,12
Нерезиденти	14,23	8,54	8,73	4,21	2,75	1,32
Територіальні громади	0,00	0,02	0,01	0,14	0,13	0,04
Страхові компанії	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,12
Всього	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

Джерело: складено за даними: [7].

лятивних капіталів яких може підрвати стабільність економічної системи країни у цілому.

ОВДП як джерело покриття дефіциту бюджету працюватимуть лише у тому випадку, коли співвідношення ВВП/ОВДП буде незначним, а також борг буде тривалим у часі і дешевим. Якщо звернутися до досвіду не лише високорозвинених країн, а й країн, що розвиваються, можна зробити висновок, що жодна країна не залучає дорогі кредитні ресурси на короткий термін. Незважаючи на недоліки, для держави ринок цінних паперів повинен стати одним з найважливіших елементів національного ринку позичкових капіталів, ефективним інструментом регулювання грошово-кредитних відносин. Проблема у тому, що на ринок ОВДП не можна покладатися як на основне джерело доходів держави.

Початок російської військової агресії змусив НБУ переглянути підходи до ролі державних цінних паперів у формуванні доходів бюджету, адже війна поставила перед країною жорстко питання необхідності фінансування значних за обсягами військових видатків.

За досліджуваний період спостерігалось зростання обсягів розміщення облігацій внутрішньої державної позики, номінованих у гривні, на первинному ринку (табл. 3). Практично всі ці залучення (за винятком 2022 року) були спрямовані до бюджету.

Серед власників облігацій внутрішньої державної позики, які перебувають в обігу, найбільша частка за весь період дослідження припадає на НБУ та комерційні банки, саме вони є

найбільш активними учасниками цього ринку. Разом з тим зростає частка юридичних і фізичних осіб (табл. 4).

У цілому щодо активності НБУ на ринку цінних паперів, слід зазначити, що він головним чином бере участь в операціях первинного ринку як агент з розміщення цінних паперів, а також як покупець цінних паперів держави, вкладаючи в цей актив кошти кредитної емісії.

За даними Депозитарію НБУ, у січні-жовтні 2024 року Уряд України залучив від розміщення ОВДП на аукціонах майже 498 млрд грн в еквіваленті: 363 976,1 млн грн, 2 536,3 млн дол. США та 754,9 млн євро. Загалом з початку повномасштабної війни до 31 жовтня 2024 року урядом на первинних аукціонах залучено майже 1 316 млрд грн в еквіваленті: 918 151,8 млн грн, 8 153,5 млн дол. США та 2 468,0 млн євро [11].

Розгортанню активності внутрішнього боргового ринку та зростанню інтересу до нього з боку банків сприяли спільні зусилля уряду та НБУ. Зокрема, банкам була надана можливість покривати частину обов'язкових резервів за рахунок бенчмарк-ОВДП із визначеного НБУ переліку. Крім того, НБУ дав змогу нерезидентам переказувати за кордон кошти, отримані від сплати відсотків за ОВДП після 1 квітня 2023 року, за умови дотримання ними мінімального безперервного строку володіння ОВДП до моменту отримання відсотків. Зі свого боку уряд пропонує ставки за ОВДП на ринковому рівні: у жовтні 2024 року максимальна дохідність ОВДП становила в гривні 16,80% річних, у доларах США — 4,66% річних [11].

Активна робота внутрішнього боргового ринку є важливою для забезпечення макрофінансової стійкості. З одного боку, вона є запобіжником емісійного фінансування дефіциту бюджету, а з іншого — важливим фактором позитивної зміни строкowości коштів у банківській системі, мінімізації ризиків на валютному ринку та цінової стабільності.

ВИСНОВКИ ТА ПЕРСПЕКТИВИ ПОДАЛЬШИХ РОЗВІДОК У ДАНОМУ НАПРЯМІ

Таким чином, в надзвичайних умовах військового стану валютні інтервенції, облікова ставка, обов'язкові резерви та операції на відкритому ринку набули ключового значення як засоби забезпечення стійкості грошово-кредитної системи, стримування інфляційного тиску та забезпечення стресостійкості економіки України. Проаналізовані динамічні зміни облікової ставки демонструють її адаптивне використання для протидії інфляційним ризикам та коливанням попиту на грошовому ринку. Доведено, що облікова ставка виступає основним каналом монетарної трансмісії, що впливає на процентні ставки за кредитами та депозитами, а також на споживчі та інвестиційні рішення економічних агентів. Важливою є роль інструментів обов'язкового резервування як важеля гнучкого регулювання грошової маси. Запровадження диференційованих нормативів дозволило Нацбанку ефективно впливати на структуру банківських пасивів, оптимізуючи ліквідність та зменшуючи проінфляційний потенціал. Особливу увагу у дослідженні приділено аналізу використання державних облігацій як інструменту покриття бюджетного дефіциту. Встановлено, що активне залучення коштів до бюджету через первинне розміщення ОВДП, зокрема серед банків та самого НБУ, дозволяє зменшити потребу в прямій емісії грошей. Разом з тим обмеженість функціонування вторинного ринку цінних паперів знижує ефективність використання політики відкритого ринку у класичному розумінні.

Узагальнюючи, можна констатувати, що в умовах війни Національний банк України успішно адаптував арсенал монетарних інструментів до нових викликів. Його діяльність була спрямована не лише на стабілізацію внутрішнього фінансового ринку, а й на формування передумов для майбутнього економічного відновлення. Перспективним напрямом подальших досліджень є поглиблений

аналіз взаємозв'язку між грошово-кредитною політикою та структурними реформами у сфері державного боргу та фондового ринку України.

Література:

1. Валовий внутрішній продукт (ВВП) в Україні. URL: <https://index.minfin.com.ua/ua/economy/gdp/>
2. Грошово-кредитна статистика. НБУ. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial#1ms>
3. Інструменти монетарної політики. НБУ. URL: <https://bank.gov.ua/ua/monetary/tools#section-1>
4. Інфляція та інфляційні цілі НБУ (2020-2026 роки). URL: <https://bank.gov.ua/ua/monetary>.
5. Інформація щодо розміщення ОВДП у 2018—2023 роках. Статистика фінансових ринків. НБУ. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial#2fs>
6. Кузьмак, О., Бондар, Ю. Вплив монетарної політики на розвиток банківської системи України. Економіка та суспільство. 2024. № 61. URL: <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2024-61-14>
7. ОВДП, які знаходяться в обігу, за сумою основного боргу. НБУ. URL: <https://bank.gov.ua/ua/markets/t-bills>
8. Основні засади грошово-кредитної політики на середньострокову перспективу. Рішення Ради НБУ від 11 вересня 2024 року. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/MPG_2024-mt.pdf?v=10.
9. Процентні ставки за новими депозитами резидентів (крім інших депозитних корпорацій) за секторами економіки. Процентні ставки за новими кредитами резидентам (крім інших депозитних корпорацій) за секторами економіки. Статистика фінансового сектору. Грошово-кредитна статистика. НБУ. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial>
10. Рівень безробіття в Україні. URL: <https://index.minfin.com.ua/ua/labour/unemploy/>
11. Уряд залучив майже 1 316 млрд грн від продажу ОВДП на аукціонах упродовж воєнного стану. Статистика щодо продажу та погашення ОВДП. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/uryad-zaluchiv-mayje-1316-mlrd-grn-vid-prodaju-ovdp-na-auksionah-uprodovj-voennogo-stanu>
12. Щербатих Д., Котвицька Н. Монетарна політика під час криз: реформи, очікування споживачів та роль трансмісійного механізму в поверненні України до таргетування інфляції.

Економіка та суспільство, 2025, №70. URL: <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2024-70-185>

13. Яковлев, В., Ткаченко, М. Дослідження впливу сучасної державної грошово-кредитної політики на кредитний потенціал банків України. Економіка та суспільство. 2024, № 67. URL: <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2024-67-177>

14. Barone, S., Oggero, N., and Damilano M. (2025). Monetary policy and financial stability: Evidence from a new framework. Research in International Business and Finance, Vol. 77, Part B. URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S027553192500248X>

15. Hardini H.T., Subroto W.T. and Sakti N. C. (2025), Monetary Policy Analysis Of Economic Stability and Growth in Facing Global Economic Challenges, International Journal of Economics, Commerce, and Management, 2 (1), 433—446. URL: <https://doi.org/10.62951/ijecm.v2i1.444>

16. Jannet, W. B. and Barguelli, A. (2025), Central Bank Credibility and Exchange Rate Volatility: A Comprehensive Bibliometric Analysis, Journal of Risk and Financial Management, 18 (2), 44. <https://doi.org/10.3390/jrfm18020044>

References:

1. Financial information website (2025). "Gross domestic product (GDP) in Ukraine", available at: <https://index.minfin.com.ua/ua/economy/gdp/> (Accessed 20 July 2025).

2. The official site of National Bank of Ukraine (2024). "Monetary and credit statistics", available at: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial#1ms> (Accessed 20 July 2025).

3. The official site of National Bank of Ukraine (2024). "Monetary policy instruments", available at: <https://bank.gov.ua/ua/monetary/tools#section-1> (Accessed 20 July 2025).

4. The official site of National Bank of Ukraine (2024). "Inflation and NBU inflation targets (2020-2026)", available at: <https://bank.gov.ua/ua/monetary>. (Accessed 20 July 2025).

5. The official site of National Bank of Ukraine (2023). "Information on the placement of government bonds in 2018-2023", available at: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial#2fs> (Accessed 20 July 2025).

6. Kuzmak, O. and Bondar, Y. (2024), "The Impact of Monetary Policy on the Development of the Banking System of Ukraine", Ekonomika ta suspil'stvo, vol. 61. <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2024-61-14>.

7. The official site of National Bank of Ukraine (2024). "Government bonds in circulation, by principal amount", available at: <https://bank.gov.ua/ua/markets/t-bills> (Accessed 20 July 2025).

8. The official site of National Bank of Ukraine (2024). "Basic principles of monetary policy for the medium term", available at: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/MPG_2024-mt.pdf?v=10 (Accessed 20 July 2025).

9. The official site of National Bank of Ukraine (2024). "Interest rates on new deposits of residents (except other deposit-taking corporations) by economic sectors. Interest rates on new loans to residents (except other deposit-taking corporations) by economic sectors", available at: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial>

10. Financial information website (2025). "Unemployment rate in Ukraine", available at: <https://index.minfin.com.ua/ua/labour/unemploy/> (Accessed 20 July 2025).

11. The official site of National Bank of Ukraine (2024). "The government raised almost UAH 1,316 billion from the sale of government bonds at auctions during martial law. Statistics on the sale and repayment of government bonds", available at: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/uryad-zaluchiv-mayje-1316-mlrd-grn-vid-prodaju-ovdp-na-auksionah-uprodovj-voyennogo-stanu> (Accessed 20 July 2025).

12. Shcherbatykh, D. and Kotvytska N. (2025), "Monetary Policy During Crises: Reforms, Consumer Expectations and the Role of the Transmission Mechanism in Ukraine's Return to Inflation Targeting", Ekonomika ta suspil'stvo, vol. 70. <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2024-70-185>

13. Yakovlev, V. and Tkachenko, M. (2024), "Research on the impact of modern state monetary policy on the credit potential of Ukrainian banks", Ekonomika ta suspil'stvo, vol. 67. <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2024-67-177>

14. Barone, S., Oggero, N., and Damilano M. (2025), "Monetary policy and financial stability: Evidence from a new framework", Research in International Business and Finance, Vol. 77, Part B, available at: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S027553192500248X> (Accessed 20 July 2025).

15. Hardini H.T., Subroto W.T. and Sakti N. C. (2025), "Monetary Policy Analysis Of Economic Stability and Growth in Facing Global Economic Challenges", International Journal of Economics, Commerce, and Management, vol. 2 (1), pp. 433—446. <https://doi.org/10.62951/ijecm.v2i1.444>

16. Jannet, W. B. and Barguelli, A. (2025), "Central Bank Credibility and Exchange Rate Volatility: A Comprehensive Bibliometric Analysis", Journal of Risk and Financial Management, vol. 18 (2), 44. <https://doi.org/10.3390/jrfm18020044>
Стаття надійшла до редакції 21.07.2025 р.