

Електронний журнал «Ефективна економіка» включено до переліку наукових фахових видань України з питань економіки (Категорія «Б», Наказ Міністерства освіти і науки України № 975 від 11.07.2019). Спеціальності – 051, 071, 072, 073, 075, 076, 292.

Ефективна економіка. 2026. № 5.

ISSN 2307-2105



Copyright © The Author(s). This is an open access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution License 4.0 (<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>).

DOI: <http://doi.org/10.32702/2307-2105.2026.5.146>

УДК 336.711:338.23:330.43

В. О. Бур'янов,

аспірант кафедри корпоративних фінансів і контролінгу, Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана

ORCID ID: <https://orcid.org/0009-0009-2331-7442>

ПІВЕНЬ НЕ СТВОРЮЄ СВІТАНКУ: НБУ ВІДОБРАЖАЄ, А НЕ ВСТАНОВЛЮЄ ПРОЦЕНТНІ СТАВКИ

V. Burianov,

*Postgraduate student at the Department of Corporate Finance and Controlling,
Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman*

THE ROOSTER DOES NOT CREATE THE DAWN: THE NBU REFLECTS RATHER THAN SETS INTEREST RATES

У статті емпірично перевірено три поширені в українській дискусії міфи про могутність НБУ – що регулятор прямо встановлює (1) інфляцію, (2) дохідність ОВДП і (3) ставки корпоративного банківського кредитування. У даних жоден із трьох міфів не підтверджується: сама облікова ставка є реакцією на лагований CPI (споживча інфляція) і реальний ВВП за попередній квартал, її сигнал проходить лише на

короткостроковому сегменті ринку ОВДП, ставки комерційних банків реагують із запізненням і частково, а інфляцію пояснюють переважно ринкові чинники. Ядро перевірки – двофакторна регресія облікової ставки на лагований CPI і реальний ВВП у чотирьох періодах (2002–2025, 2015–2025, 2015–2021, 2022–2025 рр.) з R^2 від 0,54 до 0,73. НБУ є обмеженим і реактивним інститутом, чий вплив системно переоцінюється. Метафора півня з кукуріканням, якому двір приписує сам світанок, лягає на українські дані буквально.

The article empirically tests three myths widely held in Ukrainian public debate – that the National Bank of Ukraine administratively sets (i) inflation, (ii) yields on domestic government bonds (OVDP), and (iii) the cost of corporate bank credit. Following A. Damodaran's framing of central banks as rooster-like institutions whose crowing is often credited with the sunrise it merely accompanies, we show that in Ukrainian data the NBU largely reflects macro conditions rather than setting them. The policy rate itself is a statistical reaction to lagged CPI and lagged real GDP growth; its signal propagates near-mechanically only at the very short end of the money market and the government yield curve; bank lending and deposit rates respond with a lag and only partially; headline inflation is driven mostly by market factors – lagged producer prices, exchange-rate moves, and 12-month household expectations – with the lagged policy rate adding only a small dampening layer.

The empirical core is a two-variable regression of the quarterly policy rate on lagged CPI and lagged real GDP across four institutional windows (2002–2025; 2015–2025; 2015–2021; 2022–2025). R^2 rises from 0.54 to 0.73 as the window narrows, indicating disciplined rather than arbitrary regulator behaviour. A richer reaction function adding household inflation expectations, one-month FX moves, and a war dummy lifts R^2 to 0.74 across 94 NBU rate decisions; a market-only inflation equation already explains 64.2% of CPI variation, while a 12-month-lagged policy rate raises R^2 only to 68.3%. A pseudo out-of-sample test confirms that the model does not beat naive persistence on the rate level but

classifies the direction of the next quarterly move about twice as often across all four windows, including the wartime one. All three myths fail in the data: the NBU is best understood as an administrative, constrained, and reactive institution whose signal is tightest at the very short end and in wartime hryvnia repricing but partial, lagged, and widely overstated elsewhere – a rooster whose crowing the yard credits with the sunrise it merely accompanies.

Ключові слова: облікова ставка НБУ, монетарна трансмісія, інфляція, ОВДП, реакційна функція, прогнозування, інфляційні очікування.

Keywords: NBU key policy rate, monetary transmission, inflation, domestic government bonds, reaction function, forecasting, inflation expectations.

Постановка проблеми у загальному вигляді та її зв'язок із важливими науковими чи практичними завданнями. Питання про реальні межі впливу Національного банку України (далі – НБУ) на процентні ставки та споживчу інфляцію в Україні є прикладним, а не суто академічним. Від відповіді на нього залежать вартість державних запозичень, поведінка банківського сектору та орієнтири інвестора на гривневому ринку; приписування регулятору впливу, якого він насправді не має, систематично спотворює як фінансові, так і регуляторні рішення. У публічному просторі цей вплив здебільшого редукується до одного речення: НБУ підвищив облікову ставку – отже, він одночасно «призначив» і темп інфляції, і дохідність державного боргу, і вартість корпоративного фінансування. Для публіцистики це зручно, для практики – небезпечно, оскільки об'єднує три самостійні передавальні механізми у єдиний адміністративний акт.

В аналітичному огляді А. Дамодаран [1] пропонує обережніше прочитання: центральний банк постає не як автономний рушій ставок, а як інституція, що переважно реагує на вже сформовані макроумови, – довгу криву дохідностей і умови фінансування поза коридором овернайт визначають не рішення регулятора, а поточна інфляція та реальне зростання. Метафора півня, якому двір приписує сам світанок лише тому, що його кукурікання часто з ним

збігається, для нашого сюжету точна. Український випадок водночас складніший за американський: вітчизняний фінансовий ринок тонший і банкоцентричніший, сильніше залежний від валютного каналу і деформований повномасштабною війною. Відтак коректне формулювання дослідницького запитання звучить не «чи встановлює НБУ ставки та інфляцію», а «якою мірою сама облікова ставка НБУ відображає макроумови, і в якому вузькому сегменті її сигнал усе ж проходить далі у ринкові ціни».

Для послідовного аналізу ми зводимо цю загальну помилку до трьох конкретних міфів, кожен із яких тестуємо емпірично окремо: (1) НБУ прямо встановлює інфляцію; (2) НБУ прямо встановлює дохідність державного боргу, тобто фактично «малює» криву ОВДП; (3) НБУ прямо встановлює ціну корпоративного фінансування, тобто банківські кредитні та депозитні ставки. У публічному просторі ці три твердження зазвичай проходять єдиним пакетом у фразі «регулятор підвищив ставку»; нижче ми показуємо, чому воно не витримує перевірки даними у жодному з трьох сегментів.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Міжнародна традиція дослідження співвідношення між обліковою ставкою, ринковими ставками та інфляцією склалася давно. Підхід до монетарної політики на основі правил ґрунтовно розробив Тейлор Дж. Б. [2], міжнародну порівняльну оцінку реакційних функцій подали Кларіда Р., Галі Х. і Гертлер М. [3], а канали трансмісії від коротких ставок до кредитних умов і реальної економіки описали Бернанке Б. С. і Гертлер М. [4]. Для нашої постановки особливо корисним є аналітичний огляд Дамодарана А. [1], у якому відношення між ставкою регулятора, інфляцією та реальним зростанням розкривається через поняття внутрішньо імпліцитної безризикової ставки – суми інфляції та реального зростання економіки.

Водночас вітчизняній літературі досі бракує однієї компактної роботи, яка поєднала б просту прогнозну модель для самої облікової ставки у дусі Дамодарана, реакційну функцію з очікуваннями й валютним каналом, строкову структуру ОВДП, передавання сигналу у банківський сектор та інфляційне рівняння – і водночас дисципліновано розвела чотири

інституційні режими української монетарної історії. Саме така постановка, на нашу думку, і потрібна, якщо метою є не повторення мандату НБУ, а перевірка меж його реального впливу.

Формулювання цілей статті (постановка завдання). Мета статті – емпірично довести, що в українських даних НБУ не встановлює адміністративно ані процентні ставки у широкому їхньому розумінні (урядові дохідності ОВДП, банківські кредитні та депозитні ставки, корпоративні ставки фінансування), ані інфляцію; натомість він переважно відображає вже сформовані ринком макроумови. Емпіричним інструментом цієї перевірки є двофакторна регресія облікової ставки на запізнілі значення річного CPI і реального ВВП у чотирьох інституційних періодах, доповнена розширеною реакційною моделлю, перевіркою на випередження інфляції, регресіями передавання сигналу у дохідності ОВДП і ставки комерційних банків та рівнянням інфляції; як побічний практичний результат ця модель дає структурний сценарний орієнтир напрямку руху ставки на квартал уперед.

Виклад основного матеріалу дослідження. Перед тим як інтерпретувати регресії, варто зрозуміти, де саме вислів про встановлення ставки НБУ зберігає буквальний сенс, а де він є неточним публіцистичним скороченням. Регулятор прямо встановлює власні адміністративні ставки та параметри операційного коридору: облікову ставку, ставки за депозитними сертифікатами та рефінансуванням, а також режим валютного ринку. UONIA, короткий міжбанківський індикатор, є не буквально встановленим, а операційно прив'язаним до цього коридору: з 2020 до початку 2026 рр. простий описовий зв'язок між UONIA та обліковою ставкою дає $R^2 \approx 0,96$, а після переналаштування операційного дизайну у жовтні 2023 р. [8] він наближається до одиниці. Далі починається інший світ: ОВДП з різними строками, банківські депозитні та кредитні ставки і, особливо, інфляція – це вже ціни, які НБУ може зсувати чи дисциплінувати, але не призначати ні прямим адміністративним актом, ні самою обліковою ставкою. Тут треба зняти і ще одну форму того самого міфу: уявлення про те, що облікова ставка нібито є сигналом, який веде ринок. У наших даних переважний причинний

напрямок пролягає в інший бік – спочатку з'являється інфляція, далі ринок ставить премію на ОВДП, і лише потому регулятор підлаштовує облікову ставку до того, що ринок уже встиг назвати ціною. Зворотний вплив, від облікової ставки до ринкових цін, теж існує, але він вужчий, запізнений і зосереджений на короткостроковому сегменті грошового ринку. Центральне емпіричне запитання статті звідси постає не як наскільки сигнал облікової ставки доходить до ринку, а як якою мірою ця сама ставка є реакцією на ринок, і в якому вузькому сегменті її сигнал усе ж справді проходить далі.

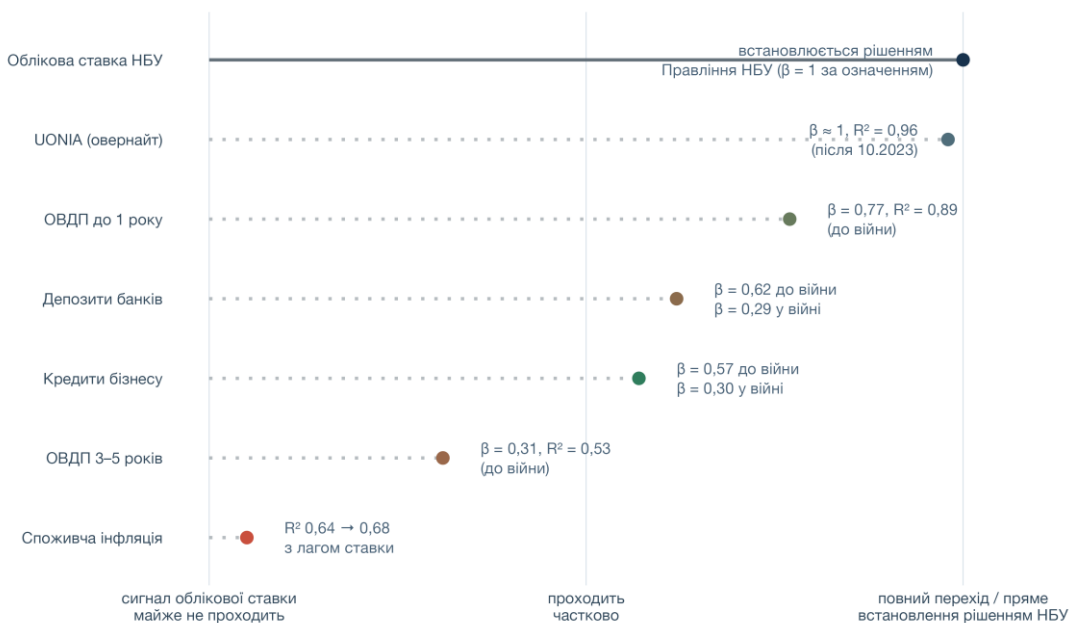


Рис. 1. Ієрархія прямого встановлення ставки НБУ і статистична близькість ринкових цін до сигналу облікової ставки.

Джерело: авторське узагальнення емпіричних результатів статті.

Якщо центральний банк радше відображає макроумови, ніж їх встановлює, саму ставку логічно пояснювати найпростішою парою цих умов – інфляцією та реальним зростанням. У Дамодарана внутрішньо імпліцитна безризикова ставка постає як сума поточної інфляції й реального зростання [1]; для нашої задачі зручніше працювати не з арифметичною сумою, а з лінійною регресією. За залежну змінну ми беремо квартальну середню облікову ставку, за пояснювальні – квартальну середню річну інфляцію і квартальне річне зростання реального ВВП, зміщені на один квартал назад (далі – лаговані значення; на момент рішення регулятор бачить уже надруковані, а не майбутні дані). Сенс цієї регресії в тому, щоб емпірично

перевірити реактивність: якщо НБУ справді реагує на макроумови, то проста лінійна функція двох лагованих фундаментальних факторів повинна вже досить добре відтворювати фактичну ставку, а її пояснювальна сила – зростати разом із інституційною дисципліною режиму.

Табл. 1 подає оцінки цієї моделі у чотирьох інституційних періодах. Важливо зразу зняти методологічне заперечення. Можна було б узяти одну довгу вибірку 2002–2025 рр. і назвати її українським «правилом Тейлора». Це було б інтелектуально зручно, але методологічно неточно: українські макроекономічні цикли у цьому інтервалі були не лише бізнес-циклами, а й циклами зміни президентів, парламентів, валютного режиму, банківської дисципліни та самої політичної логіки НБУ. Довгий горизонт тут дає більше спостережень, але одночасно змішує інституційно несумісні режими.

До 2015 р. українська монетарна історія була не просто довшою, а значно хаотичнішою: НБУ ще не працював під жорсткішим зовнішнім дисциплінуванням МВФ, ЄС та інших західних інституційних «дорослих», а його Стратегія монетарної політики з інфляційним таргетуванням була сформульована лише у 2018 р. [5]. Тому період 2015–2021 рр. ми читаємо як найкраще невоєнне наближення до «дорослого» режиму: попри Донбас і Крим, основна частина країни і головний макрофінансовий механізм функціонували ближче до мирного часу. Натомість 2022–2025 рр. є вже прямою воєнною оцінкою, де й інфляція, і курс, і сама ставка рухалися в режимі активного адміністративного втручання.

Таблиця 1. Прогнозна модель облікової ставки НБУ: лагований CPI і лагований реальний ВВП у чотирьох періодах

Період	N	Константа	β (CPI y/y , $t-1$)	β (ВВП y/y , $t-1$)	R ²
2002–2025	94	8,150	0,352***	-0,047*	0,536
2015–2025	44	11,234	0,302***	-0,115†	0,583
2015–2021	28	9,902	0,327***	0,011	0,616
2022–2025	16	9,787	0,570**	-0,034	0,733

Значущість: *** $p < 0,001$; ** $p < 0,01$; * $p < 0,05$; † $p < 0,10$. Усі коефіцієнти відображають реакцію середньої квартальної облікової ставки (y відсотках) на інфляцію і реальне зростання попереднього кварталу.

Джерело: розраховано автором за даними ДССУ [12] та НБУ [14].

Табл. 1 відображає три аспекти. По-перше, дисципліна регулятора зростає зі звуженням режиму: R^2 піднімається з 0,54 на широкій історії до 0,62 у довоєнному періоді й далі до 0,73 у воєнному. По-друге, коефіцієнт при лагованій інфляції зростає з 0,35 до 0,57 – у війні кожен відсотковий пункт уже побаченої інфляції транслюється у близько 0,57 в. п. облікової ставки наступного кварталу. По-третє, лагований ВВП у сучасному режимі – радше контекст, ніж самостійний аргумент рішення, тоді як сама інфляція несе все пояснювальне навантаження.

Рис. 2 показує, як ця зміна режиму виглядає графічно: фактичні квартальні ставки лежать усе ближче до імпліцитних значень моделі у міру того, як ми звужуємо період аналізу від широкої історії до воєнного часу.

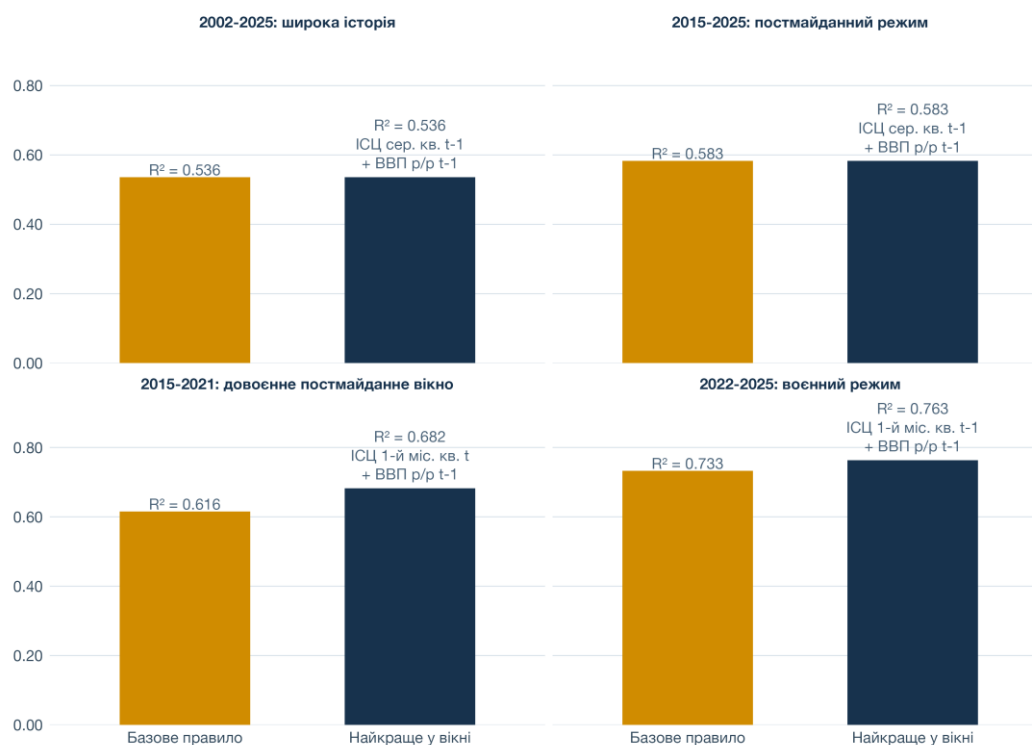


Рис. 2. Фактична облікова ставка НБУ та імпліцитні значення лагової моделі CPI+ВВП у чотирьох періодах.

Джерело: розраховано та візуалізовано автором за даними ДССУ [12] та НБУ [14].

Внутрішньовибіркове R^2 є описовою метрикою; чесно оцінити модель як прогностичний інструмент можна лише поза межами власної вибірки. Для цього ми провели просту псевдо-позавибіркову перевірку всередині кожного

з чотирьох періодів: модель оцінюється на першій половині спостережень, далі за принципом розширюваного вікна передбачає середню квартальну ставку наступного кварталу, і прогнози порівнюються з фактичним значенням та з наївним правилом «ставка не змінюється». Результати зведено у таблиці 2.

Таблиця 2. Псевдо-позавибіркова перевірка моделі CPI+ВВП: середня абсолютна помилка за рівнем ставки і точність класифікації напрямку руху

Період	N тесту	MAE модель, в. п.	MAE інерція, в. п.	Точність напрямку, модель	Точність напрямку, інерція
2002–2025	47	4,53	1,96	0,51	0,21
2015–2025	22	3,96	1,62	0,68	0,36
2015–2021	14	4,92	1,12	0,43	0,21
2022–2025	8	2,18	0,81	0,62	0,38

Джерело: розраховано автором за даними ДССУ [12] та НБУ [14].

MAE – середня абсолютна помилка у відсоткових пунктах квартальної ставки. Точність напрямку – частка кварталів тесту, у яких модель правильно класифікує рух ставки (підвищення / зниження / утримання, смуга 0,25 в. п.). Наївна інерція – прогноз «ставка не змінюється».

У кожному з чотирьох періодів наша модель CPI+ВВП дає більшу середню абсолютну помилку за рівнем ставки, ніж просте правило «ставка залишається без змін»: останнє у 2–4 рази точніше відтворює фактичне значення ставки наступного кварталу. Це не є несподіванкою: квартальна облікова ставка має сильну автокореляцію, а правило без змін є жорстким еталоном, на якому програє більшість макроеконометричних правил – зокрема й варіанти правила Тейлора на розвинених економіках. Водночас на напрямку руху ставки наша модель послідовно перевершує це ж просте правило: вона правильно класифікує, чи піде ставка вгору, вниз чи залишиться на місці, приблизно удвічі частіше у кожному з чотирьох періодів, включно з воєнним. Інакше кажучи, модель несе реальну структурну інформацію про напрямок руху ставки, але не претендує на точну оцінку її рівня.

Для довоєнного періоду 2015–2021 рр. формула дає:

$$9,902 + 0,327 \times CPI_{t-1} + 0,011 \times ВВП_{t-1} \quad (1)$$

у воєнному періоді –

$$9,787 + 0,570 \times CPI_{t-1} - 0,034 \times ВВП_{t-1} \quad (2)$$

Для повноти картини ми оцінили і ширшу реакційну функцію на рівні окремих рішень НБУ (94 рішення за 2015–2026 рр.), де до річного СРІ додано 12-місячні інфляційні очікування домогосподарств [15], одномісячну девальвацію гривні й фіктивну змінну війни. Пояснювальна сила моделі зростає до $R^2 = 0,74$; найвагомішими коефіцієнтами є очікування ($\beta = 0,65$, $p < 0,001$) і фіктивна змінна війни (близько 4,8 в. п., $p < 0,001$), що додатково підтверджує реактивну природу ставки. Утім поза вибіркою ця специфікація програє наївній інерції (MAE 3,19 в. п. проти 0,74 в. п.), тому її ми трактуємо як структурний якір, а не тактичний прогностичний інструмент.

Рис. 3 ілюструє цю розширену модель у часі. Загальна динаміка двох рядів здебільшого збігається: імпліцитне значення моделі йде за фактичною обліковою ставкою з невеликою похибкою. Єдиний помітний виняток – це період повномасштабного вторгнення 2022 р., коли НБУ проактивно підняв ставку до 25 % ще до того, як структурна формула «наздогнала» цей рівень. Саме ця аномалія й ілюструє прикладний кордон реактивної природи НБУ: у звичайних умовах регулятор адаптує ставку до вже видимих макроумов, а у ситуації безпрецедентної кризи – може діяти на випередження, однак, як показують подальші розділи, навіть цей проактивний крок не перекладається автоматично ні у дохідності ОВДП, ні у ставки комерційних банків, ні у споживчу інфляцію.

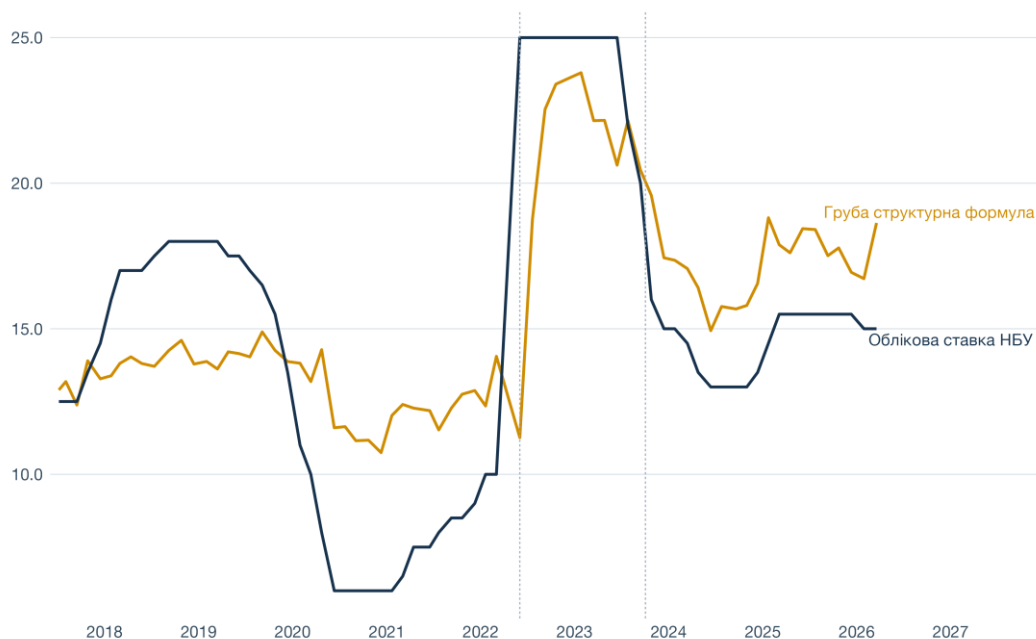


Рис. 3. Фактична облікова ставка НБУ та її імпліцитний рівень за розширеною реакційною моделлю, 2017–2026 рр.

Джерело: розраховано та візуалізовано автором за даними НБУ [6; 14; 15].

Якби сучасний НБУ справді працював передусім на випередження, його ставка виявляла б тісніший статистичний зв'язок із майбутньою інфляцією, ніж із уже надрукованою. Українські дані цього погляду не підтверджують. На місячній вибірці 2015+ найщільніший описовий зв'язок між обліковою ставкою і річним CPI виникає тоді, коли CPI зміщено на 2 місяці назад ($R^2 = 0,54$ проти 0,49 для поточного CPI і 0,10 для +6 місяців уперед); для базового CPI пік припадає там само ($R^2 = 0,60$ проти 0,55 і 0,16). Окремий розгляд за режимами підтверджує цю закономірність: у довоєнному періоді 2015–2021 рр. пік на –1 місяць ($R^2 = 0,64$), у воєнному – на –5 місяців ($R^2 = 0,79$). Це не означає, що НБУ не бере до уваги прогнози: у розширеній моделі ставки інфляційні очікування на 12 місяців залишаються статистично значущими. Але у самих даних облікова ставка виразно запізнюється щодо вже надрукованої інфляції.

Це підтверджує і довга історія. На рис. 4 видно, як після кожного локального піку CPI (2008, 2015, 2022 рр.) облікова ставка виходить на свій

пік пізніше або нижче: у 2008 р. вона фактично не відреагувала на 31-відсоткову інфляцію, у 2015 р. пік ставки на рівні 30 % припав на кілька кварталів після піку CPI на рівні 60 %, а у 2022 р. 25-відсоткова ставка в червні передувала 26-відсотковому піку CPI у жовтні лише тому, що регулятор екстрено зреагував на початок повномасштабного вторгнення (проактивний виняток).

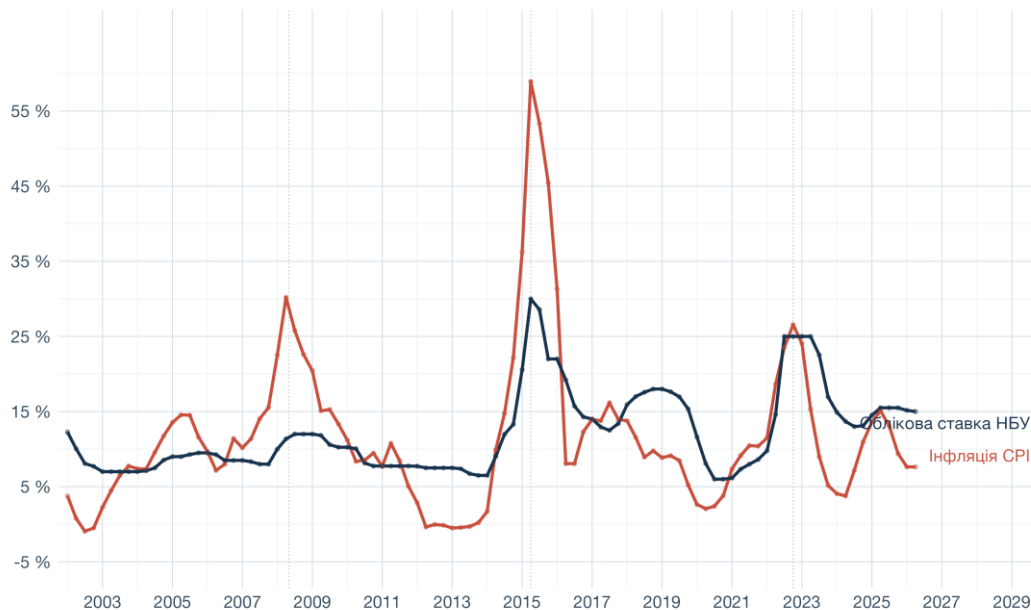


Рис. 4. Облікова ставка НБУ та річна інфляція в Україні, 2002–2026 рр.

Джерело: складено автором за даними ДССУ [12] та НБУ [14]. Пунктирними вертикалями позначено місяці локальних піків CPI.

Якщо саму ставку НБУ ми навчилися читати як реактивну, то наступне запитання – наскільки далеко її сигнал проходить у ринкові ціни. Наразі протестуємо другий і третій із трьох заявлених міфів: про адміністративне встановлення дохідності державного боргу і про адміністративне встановлення ціни корпоративного кредитування. Відповідь у даних виразна і не підтримує уявлення про адміністративний контроль: сигнал проходить тим слабше, чим довший інструмент і чим складніше середовище.

Перший доказ дає ринок державних облігацій. У довоєнний період залежність між обліковою ставкою і дохідністю первинних розміщень ОВДП помітно різна за строками випуску. Для короткострокових випусків до 1 року коефіцієнт β становить 0,773 при $R^2 = 0,887$, для середньострокових 1–3 роки

– $\beta = 0,525$ при $R^2 = 0,811$, для довших 3–5 років – лише $\beta = 0,307$ при $R^2 = 0,526$ (табл. 3). Після повномасштабного вторгнення НБУ у червні 2022 р. підняв ставку до 25 % [6], однак дохідності коротко- і середньострокових ОВДП не відреагували автоматично: на початковому етапі вони залишалися помітно нижчими за ключову ставку. НБУ у своєму рішенні прямо визнав, що очікує реакції через підвищення ставок за ОВДП і депозитами, щоб зробити гривневі активи привабливішими [6].

Таблиця 3. Залежність дохідності ОВДП за строками випуску від облікової ставки НБУ (прості описові регресії)

Кошик	β до війни	R^2 до війни	Середній спред до війни, в. п.	β після 24.02.2022	R^2 після 24.02.2022	Середній спред після 24.02.2022, в. п.
ОВДП, загальна	0,674	0,841	1,50	0,506	0,767	-0,31
ОВДП <1 року	0,773	0,887	1,28	0,089	0,037	-4,79
ОВДП 1–3 роки	0,525	0,811	1,61	0,268	0,393	-0,97
ОВДП 3–5 років	0,307	0,527	2,25	0,343	0,238	1,57

Джерело: розраховано автором за даними Мінфіну України [13] та НБУ [14].

Рис. 5 показує обидва рівні одночасно: рівні дохідностей і спреди до облікової ставки за строками випуску. Короткостроковий сегмент кривої дохідностей ОВДП у мирному режимі справді тримається близько до сигналу НБУ; довгострокові випуски несе додаткові інфляційні, ліквідні та фіскальні премії, які адміністративно зняти неможливо. У воєнному періоді цю криву дохідностей додатково формує і валютний режим: перехід НБУ до керованої гнучкості обмінного курсу у жовтні 2023 р. [7] змінив не лише механіку курсоутворення, а й ризиковий профіль гривневих активів.

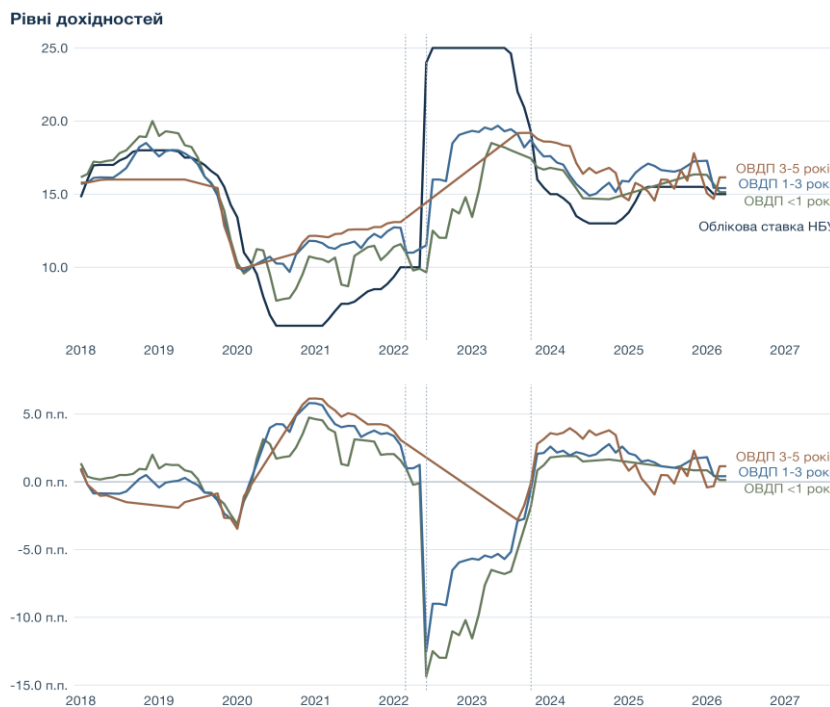


Рис. 5. Облікова ставка НБУ та дохідності ОВДП: рівні й спреди за строками.

Джерело: складено автором за даними Мінфіну України [13] та НБУ [14].

Другий сегмент – банківські кредитні та депозитні ставки. В українській банкоцентричній системі [11] саме вони, а не корпоративні облігації, є безперервним і економічно змістовним проксі для ціни корпоративного фінансування: у жовтні 2025 р. обіг ОВДП на організованому ринку становив 86,9 млрд грн, тоді як корпоративних облігацій – лише 0,5 млрд грн [9], а у березні 2026 р. НКЦПФР фактично визнала, що ринок корпоративних облігацій ще потребує практичних кейсів [10]. Дані не підтверджують уявлення, що ставки комерційних банків випереджають облікову: на повній місячній вибірці одномісячне запізнення облікової ставки значуще пояснює середню ставку за кредитами НФК із коефіцієнтом $\beta = 0,28$ при $R^2 = 0,46$, а для депозитних ставок $\beta = 0,25$ при $R^2 = 0,28$. У довоєнному режимі коефіцієнти β значно вищі – 0,57 для кредитів і 0,62 для депозитів при $R^2 > 0,88$, – у воєнному знижуються приблизно до 0,30, але не зникають (табл. 4). Навіть у найкоротшому довоєнному режимі це неповне і запізніле передавання сигналу, а не копія облікової ставки.

**Таблиця 4. Передавання облікової ставки у ставки комерційних банків
(залежна – середня ставка; пояснювальні – облікова ставка із
запізненням в 1 місяць і річна інфляція)**

Вибірка	N	β (ставка із запізненням)	β (CPI)	R²
Кредити НФК, повна вибірка	218	0,282	-0,003	0,463
Депозити, повна вибірка	218	0,247	-0,030	0,280
Кредити НФК, до війни	86	0,574	-0,067	0,889
Депозити, до війни	86	0,620	-0,098	0,938
Кредити НФК, після 24.02.2022	48	0,300	-0,080	0,680
Депозити, після 24.02.2022	48	0,292	-0,102	0,658

Джерело: розраховано автором за даними НБУ [14].

Підсумок підрозділу простий: НБУ впливає на короткострокові випуски державної кривої дохідностей, але не встановлює всю криву адміністративно; у банківському каналі сигнал передається із запізненням і лише частково, а остаточну корпоративну ставку дописує кредитний ризик, ліквідність, конкуренція банків і воєнна премія.

Переходимо до міфу (1) з нашого списку – і, імовірно, центрального в усьому сюжеті: твердження, що НБУ прямо встановлює інфляцію. Ми перевіряємо його у два кроки. Спершу будемо рівняння річного CPI лише з ринковими чинниками – лагованим індексом цін виробників, тримісячною девальваційною динамікою та 12-місячними інфляційними очікуваннями домогосподарств. Уже така модель пояснює 64,2 % варіації інфляції на періоді 2014-08 – 2026-03. Найсильніше входять саме очікування ($\beta = 1,924$) та CPI ($\beta = 0,179$), тоді як девальвація з тримісячним запізненням є позитивною, але слабшою.

Потім ми додаємо 12-місячне запізнення облікової ставки НБУ. Пояснювальна сила моделі зростає до 68,3 %, а коефіцієнт при ставці із запізненням стає від’ємним і статистично значущим ($\beta = -0,471$). Для перевірки стійкості ми повторюємо ту саму специфікацію вже на базовій інфляції: коефіцієнт при ставці залишається від’ємним ($\beta = -0,405$) і значущим, а R² становить 0,649 (табл. 4).

Таблиця 5. Інфляція: специфікації лише з ринковими чинниками та з облікової ставкою із запізненням на 12 місяців

Специфікація	β ІЦВ	β FX	β очікування	β ставка НБУ (лаг)	R ²
Річний CPI, лише ринок	0,179	0,114	1,924		0,642
Річний CPI, ринок + ставка із запізненням	0,085	0,076	2,027	-0,471	0,683
Базовий CPI, ринок + ставка із запізненням	0,027	0,126	1,603	-0,405	0,649

Джерело: розраховано автором за даними ДССУ [12], НБУ [14; 15].

Табл. 5 показує одразу два факти: ринкові чинники несуть основну частину пояснювальної сили ще до того, як додано облікову ставку – інфляція в Україні насамперед народжується з ринку і макроумов, – а монетарний канал додає лише лаговий дезінфляційний шар поверх уже ринкової історії, без безпосереднього контролю над CPI.

Саме тут видно, чому фраза «підвищив ставку – переміг інфляцію» є надто грубою: швидкі канали (короткий грошовий ринок, валюта, очікування) не перетворюються на споживчу інфляцію в той самий місяць і не перекривають цінових шоків із боку війни, енергетики чи виробничих витрат.

Серед обмежень — можлива автокореляція залишків, неоднорідність часових рядів ОВДП за строками й неповна зіставність пре- і постмайданного режимів; вони звужують каузальну силу окремих коефіцієнтів, але не змінюють структурного висновку про реактивну природу ставки НБУ.

Висновки та перспективи подальших розвідок у даному напрямі. Масштаб впливу НБУ на інфляцію та процентні ставки в Україні системно переоцінюється. НБУ буквально встановлює лише облікову ставку і параметри операційного коридору; усе інше – ОВДП за строками, депозити, кредити та інфляція – є цінами, на які він впливає нерівномірно і запізнило.

Три міфи, з яких ми починали, отримують у даних три чіткі відповіді. Міф про те, що НБУ встановлює інфляцію, спростовується прямо: ринкові чинники – індекс цін виробників (ІЦВ) із запізненням, тримісячна динаміка курсу гривні та 12-місячні інфляційні очікування – пояснюють 64,2 %

варіації річного CPI, а додавання лагової на 12 місяців облікової ставки підвищує R^2 лише до 68,3 %; тобто монетарний канал додає тонкий лаговий шар поверх уже ринкової історії, а не керує цінами. Міф про те, що НБУ встановлює дохідність державного боргу, спростовується нерівномірно за строками: короткострокові ОВДП до війни справді щільно йдуть за обліковою ставкою ($R^2 = 0,887$ для випусків до 1 року), але для середніх і довших випусків частка НБУ у ціні падає, а після 24.02.2022 навіть короткий сегмент проходить через болісне інституційне підлаштування, а не автоматичний переклад адміністративного рішення у ринкову дохідність. Міф про те, що НБУ встановлює ставки за корпоративним кредитуванням, спростовується через запізнення і часткову передачу сигналу: ставки комерційних банків реагують на облікову із запізненням 1–2 місяці і лише частково; навіть у найтіснішому довоєнному режимі коефіцієнт β становить 0,57 для кредитів і 0,62 для депозитів, а не одиницю.

Отже, НБУ є обмеженим і реактивним інститутом. Найтісніше його сигнал проходить на найкоротшому сегменті грошового ринку, у кризовому переналаштуванні гривневих стимулів та у зміні режиму валютного ринку; поза цими ділянками його вплив є неповним, запізнілим і переоціненим. Якщо повернутися до метафори Дамодарана, НБУ радше нагадує півня, якому ферма приписує світанок лише тому, що його кукурікання часто з ним збігається. Для української економічної політики в умовах війни і для подальшого післявоєнного відновлення це означає цілком прикладну річ: не варто будувати комунікацію макростійкості на переоціненій владі НБУ над цінами й ринковими ставками; значно чеснішим і прагматичнішим є визнання того, що саму ставку формує ринок, а завдання регулятора – не заважати. Подальші напрями — порогові регресії для нелінійних режимних переходів та мікрорівневий аналіз інфляційних очікувань у воєнному режимі.

Література

1. Damodaran A. Fed up with Fed Talk? Fact-checking Central Banking Fairy Tales! *Musings on Markets*. 2024. URL: <https://aswathdamodaran.blogspot.com/2024/09/fed-up-with-fed-talk-central-banks.html> (дата звернення: 22.04.2026).
2. Taylor J.B. Discretion versus Policy Rules in Practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*. 1993. Vol. 39. P. 195–214.
3. Clarida R., Galí J., Gertler M. Monetary Policy Rules in Practice: Some International Evidence. *European Economic Review*. 1998. Vol. 42. № 6. P. 1033–1067.
4. Bernanke B.S., Gertler M. Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission. *Journal of Economic Perspectives*. 1995. Vol. 9. № 4. P. 27–48.
5. Національний банк України. Стратегія монетарної політики Національного банку України. Київ, 2018.
6. Національний банк України. Національний банк підвищив облікову ставку до 25 %. 02.06.2022. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/natsionalniy-bank-ukrayini-pidvischiv-oblikovu-stavku-do-25> (дата звернення: 22.04.2026).
7. Національний банк України. НБУ впроваджує керовану гнучкість обмінного курсу. 03.10.2023. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/nbu-vprovadjuje-kerovanu-gnuchkist-obminnogo-kursu-scho-posilit-stiykist-valyutnogo-rinku-ta-ekonomiki> (дата звернення: 22.04.2026).
8. Національний банк України. НБУ встановив облікову ставку на рівні 16 %. 26.10.2023. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/nbu-vstanoviv-oblikovu-stavku-na-rivni-16> (дата звернення: 22.04.2026).
9. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. *Trading Digest*, жовтень 2025. Київ, 2025.
10. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Ринок корпоративних облігацій потребує практичних кейсів: підсумки зустрічі з

Kernel. 04.03.2026. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/rynok-korporatyvnykh-oblihotsii-potre/> (дата звернення: 22.04.2026).

11. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Мільйони інвесторів, акції держкомпаній і реальні обсяги торгів: що змінює ініціатива «Фондовий ринок 2.0». 23.12.2025. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/miliony-investoriv-aktsii-derzhkompanii-i-realni-obsiahy-torhiv-shcho-zminiuiie-initsiatyva-fondovyi-rynok-2-0/> (дата звернення: 22.04.2026).

12. Державна служба статистики України. Статистична інформація: індекс споживчих цін та валовий внутрішній продукт. URL: <https://www.ukrstat.gov.ua/> (дата звернення: 22.04.2026).

13. Міністерство фінансів України. Результати розміщення ОВДП. URL: <https://mof.gov.ua/uk/ovdp> (дата звернення: 22.04.2026).

14. Національний банк України. Статистика фінансового сектору, грошового ринку, валютного ринку та банківських процентних ставок. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic> (дата звернення: 22.04.2026).

15. Національний банк України. Кон'юнктурні опитування: інфляційні та курсові очікування. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/nbusurvey> (дата звернення: 22.04.2026).

References

1. Damodaran, A. (2024), “Fed up with Fed Talk? Fact-checking Central Banking Fairy Tales!”, *Musings on Markets*, Available at: <https://aswathdamodaran.blogspot.com/2024/09/fed-up-with-fed-talk-central-banks.html> (accessed April 22, 2026).

2. Taylor, J.B. (1993), “Discretion versus Policy Rules in Practice”, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol. 39, pp. 195–214.

3. Clarida, R., Galí, J. and Gertler, M. (1998), “Monetary Policy Rules in Practice: Some International Evidence”, *European Economic Review*, vol. 42, no. 6, pp. 1033–1067.

4. Bernanke, B.S. and Gertler, M. (1995), “Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission”, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, no. 4, pp. 27–48.
5. National Bank of Ukraine (2018), *Stratehiia monetarnoi polityky Natsionalnoho banku Ukrainy* [Monetary Policy Strategy of the National Bank of Ukraine], Kyiv, Ukraine.
6. National Bank of Ukraine (2022), “The National Bank raised the key policy rate to 25%”, Available at: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/natsionalniy-bank-ukrayini-pidvischiv-oblikovu-stavku-do-25> (accessed April 22, 2026).
7. National Bank of Ukraine (2023), “The NBU introduces managed flexibility of the exchange rate”, Available at: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/nbu-vprovadjuye-kerovanu-gnuchkist-obminnogo-kursu-scho-posilit-stiykist-valyutnogo-rinku-ta-ekonomiki> (accessed April 22, 2026).
8. National Bank of Ukraine (2023), “The NBU set the key policy rate at 16%”, Available at: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/nbu-vstanoviv-oblikovu-stavku-na-rivni-16> (accessed April 22, 2026).
9. National Securities and Stock Market Commission (2025), *Trading Digest, zhovten 2025* [Trading Digest, October 2025], Kyiv, Ukraine.
10. National Securities and Stock Market Commission (2026), “The corporate bonds market needs practical cases: outcomes of the meeting with Kernel”, Available at: <https://www.nssmc.gov.ua/ryнок-korporatyvnykh-oblihotsii-potre/> (accessed April 22, 2026).
11. National Securities and Stock Market Commission (2025), “Millions of investors, state-owned company shares, and real trading volumes: what the Stock Market 2.0 initiative changes”, Available at: <https://www.nssmc.gov.ua/miliony-investoriv-aktsii-derzhkompanii-i-realni-obshchy-torhiv-shcho-zminiuiet-initsiatyva-fondovyi-rynok-2-0/> (accessed April 22, 2026).

12. State Statistics Service of Ukraine (2026), “Statistical information: consumer price index and gross domestic product”, Available at: <https://www.ukrstat.gov.ua/> (accessed April 22, 2026).

13. Ministry of Finance of Ukraine (2026), “Results of placement of domestic government bonds”, Available at: <https://mof.gov.ua/uk/ovdp> (accessed April 22, 2026).

14. National Bank of Ukraine (2026), “Statistics of the financial sector, money market, FX market, and bank interest rates”, Available at: <https://bank.gov.ua/ua/statistic> (accessed April 22, 2026).

15. National Bank of Ukraine (2026), “Business tendency surveys: inflation and exchange rate expectations”, Available at: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/nbusurvey> (accessed April 22, 2026).

Отримано редакцією журналу / Received: 05.05.26

Прорецензовано / Revised: 15.05.26

Дата публікації / Published: 26.05.26