

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. 2024. № 5.

DOI: <http://doi.org/10.32702/2307-2105.2024.5.72>

УДК 336.71

*I. П. Соколовська,
к. е. н., доцент, доцент кафедри теоретичної та прикладної економіки,
Університет економіки та права «КРОК»
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0003-4833-8337>*

ЕФЕКТИВНІСТЬ ІНСТРУМЕНТІВ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ В УМОВАХ ВОЄННОЇ ЕКОНОМІКИ

*I. Sokolovska,
PhD in Economics, Associate Professor,
Associate Professor of the Department of Theoretical and Applied
Economics, University of Economy and Law "KROK"*

EFFICIENCY OF MONETARY POLICY INSTRUMENTS IN A WARTIME ECONOMY

Статтю присвячено аналізу проблемних аспектів застосування інструментів монетарного регулювання в умовах посиленних ризиків воєнної економіки. Здійснено позитивну оцінку ефективності застосування заходів прямого монетарного реагування на першому етапі повномасштабної війни. Проаналізовано динаміку та структурні зміни зобов'язань та активів банків за період дії воєнного стану. Визначено основні структурні диспропорції

функціонування банків в умовах воєнного стану, що відображають системні проблеми довоєнного розвитку. Проаналізовано вплив динаміки ключової процентної ставки на привабливість активів фінансового ринку. Зазначено, що акумульовані банківською системою ресурси стали основним внутрішнім джерелом фінансування бюджетного дефіциту та формування банками портфелю цінних паперів. Аргументовано необхідність посилення диверсифікації внутрішніх джерел бюджетного фінансування та запропоновано заходи активізації вторинного ринку державних облігацій. Визначено, що найбільш дієвим механізмом монетарної політики щодо досягнення макроекономічної стабільності є активізація операцій на вторинному ринку державних запозичень, контроль валютного курсу та потоків капіталу. Зроблено висновок про низьку ефективність ринкових інструментів грошово-кредитного регулювання через слабку трансмісію кредитного каналу та обмежений вплив на функціонування суб'єктів економіки.

The article is devoted to the analysis of problematic aspects of the use of monetary regulation instruments in the context of increased risks of the war economy. The features and consequences of the impact of monetary instruments on the banking sector are determined. A positive assessment of the effectiveness of direct monetary response measures at the first stage of a full-scale war is made. It is noted that providing banks with access to blank refinancing loans, significant easing of supervisory sanctions for violation of banking standards, strict restrictions on capital flows, fixing the exchange rate and suspending decisions on changes in the key policy rate helped to preserve the integrity of the monetary system in the face of new challenges.

The dynamics of funds attracted by banks from individuals and legal entities during the period of martial law is analysed. It is concluded that economic entities gradually adapted to the new conditions, which, together with the monetary support measures introduced by the NBU in a timely manner, allowed the banking system

not only to preserve but also to increase its resource potential.

A statistical analysis of structural changes in the assets of banking institutions in terms of the dynamics of lending to individuals and legal entities and investments in securities is carried out. The main structural imbalances in the functioning of banks under martial law, reflecting the systemic problems of pre-war development, are identified. The influence of the key interest rate dynamics on the attractiveness of financial market assets is analysed. It is noted that the resources accumulated by the banking system have become the main internal source of financing the budget deficit and the formation of a securities portfolio by banks. The need to increase the diversification of domestic sources of budget financing is identified and measures to activate the secondary market for government bonds are proposed.

It is concluded that market instruments of monetary regulation are inefficient due to the weak transmission of the credit channel and limited impact on the functioning of economic entities. The necessity of changing the priorities of monetary policy under martial law compared to the stable conditions of a market economy is substantiated. It is determined that the most effective mechanism of monetary policy to achieve macroeconomic stability is to intensify operations in the secondary market of government borrowings, control the exchange rate and capital flows.

Ключові слова: монетарна політика, облікова ставка, високоліквідні активи, державні облігації, ризики кредитування, воєнна економіка.

Keywords: monetary policy, discount rate, highly liquid assets, government bonds, lending risks, wartime economy.

Постановка проблеми у загальному вигляді та її зв'язок із важливими науковими чи практичними завданнями. Проблема ефективного застосування інструментів монетарного регулювання набуває нових сенсів в умовах посилення глобальних дестабілізаційних чинників та досягнення

екзистенційних цілей воєнної економіки. Це визначає зміну пріоритетів грошово-кредитної політики порівняно із сталими умовами ринкової економіки, а відтак вимагає аналізу нових особливостей та наслідків впливу монетарних інструментів на економіку в умовах війни.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Дослідження проблем монетарного регулювання в умовах посиленої турбулентності економіки актуалізувалися ще у період переосмислення причин, наслідків та методів подолання глобальної фінансової кризи 2008–2009 р.р., а згодом мали новий імпульс з боку викликів пандемії Covid-20. Серед найбільш вагомих публікацій того часу варто розглянути дослідження взаємозв'язків між ціновою та фінансовою стабільністю. Так, на думку Р. Warjiyo монетарна політика має бути спрямована на досягнення цінової стабільності лише з урахуванням ризиків фінансової нестабільності, а тому встановлення центробанком облікової ставки має враховувати ефект впливу на системні ризики банківського сектору [1]. Р.-R. Agenor та L. A. P. da Silva стверджували, що окрім інфляції та розриву виробництва, грошово-кредитна політика повинна мати запобіжники щодо попередження кредитного буму [2]. У дослідженні М. Woodford обґрунтовуються способи досягнення центральним банком компромісу між ціновою стабільністю та розривом виробництва заради стабілізації фінансової системи і мінімізації системних ризиків [3].

Проблемам пошуку шляхів підвищення ефективності монетарного регулювання приділялась значна увага у працях вітчизняних науковців. Одним із нагальних питань залишається пояснення механізму дії кредитного каналу монетарного трансмісійного механізму, дію якого після 2020 р. блокували висока дохідність державних облігацій та значна частка непрацюючих кредитів у банківській системі [4]. Важливим напрямком сучасних досліджень у сфері монетарного регулювання є оцінка ефективності так званої нетрадиційної монетарної політики, що набула поширення у посткризовій практиці центральних банків провідних країн. При цьому одним із критеріїв такої оцінки є кореляція між динамікою кількісного пом'якшення та обсягами

кредитуванням нефінансових корпорацій чи збільшенням їх капіталізації [5].

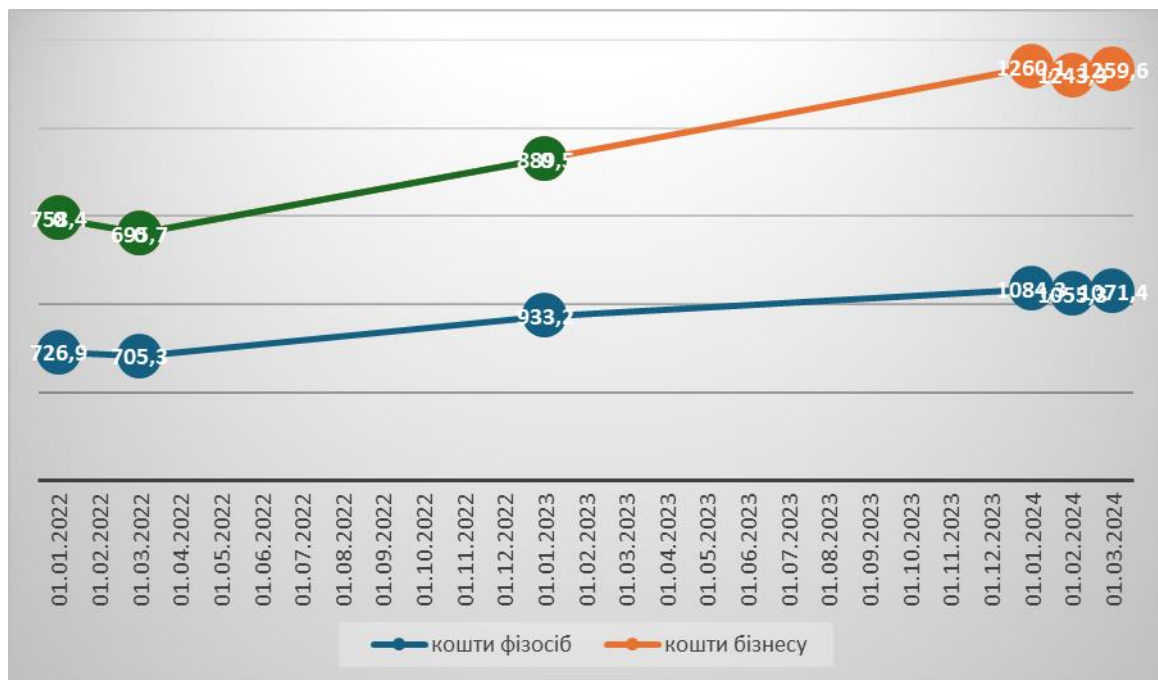
Новий напрямок досліджень цілей та дієвості грошово-кредитної політики виник в умовах потрясінь, викликаних повномасштабною воєнною агресією РФ проти України. Різні аспекти цієї проблеми знайшли відображення у працях вітчизняних науковців - С. Брус, А. Дробязка [6], О. Дзюблюка [7], Б. Данилишина, І. Богдана [8], Є. Бублика, С. Корабліна, Ю. Шаповал [9, 10] та інших. Одним із дискусійних питань залишається оцінка ефективності процентного каналу політики інфляційного таргетування, запровадженої Нацбанком у 2016 р., а також її проведення за нових викликів для цінової стабільності в умовах повномасштабної війни. Зокрема, дослідниками ставиться під сумнів ефективність жорсткої політики інфляційного таргетування в умовах високих інфляційних ризиків немонетарного походження через низьку кореляцію між динамікою облікової ставки та процентними ставками грошового ринку, що не забезпечує довгострокового контролю над інфляційною динамікою в Україні [10].

Формулювання цілей статті. Метою цієї статті є оцінка монетарного регулювання крізь призму викликів воєнної економіки та пошук шляхів мінімізації існуючих ризиків втрати цінової та фінансової стабільності.

Методологічною основою статті слугували дослідження зарубіжних та вітчизняних науковців щодо впливу монетарних інструментів на стан економіки в умовах кризових явищ та суспільно-політичних потрясінь.

Виклад основного матеріалу дослідження. З початком повномасштабного вторгнення та запровадженням воєнного стану перед Національним банком України постали виклики оперативного реагування на ситуацію з тим, щоб убезпечити грошово-кредитну систему від повного розбалансування. На першому етапі важливе значення мала оперативність та чітке цільове спрямування заходів прямого монетарного реагування, що передбачало надання банкам доступу до бланкових кредитів рефінансування, суттєві послаблення наглядових санкцій за порушення банківських нормативів, жорсткі обмеження на рух капіталу, фіксацію обмінного курсу та призупинення

рішень щодо змін облікової ставки. Останнє по суті означало тимчасовий відхід від запровадженого у 2016 р. режиму інфляційного таргетування через неможливість його застосування в умовах адміністративних обмежень, зниження дієвості ринкових інструментів та загалом втратою актуальності таргетом цінової стабільності перед новими викликами. Натомість першочергового значення набуло збереження банківської та фінансової систем країни, забезпечення потреб оборони та об'єктів критичної інфраструктури, що означало підтримку державному бюджету шляхом купівлі Нацбанком урядових цінних паперів [11]. Про ефективність застосування зазначених монетарних інструментів свідчить той факт, що попри надзвичайний стан, банківська система продемонструвала достатньо високий запас міцності.



**Рис. 1 Динаміка зобов'язань банків
(січень 2022-березень 2024, млрд. грн.)**

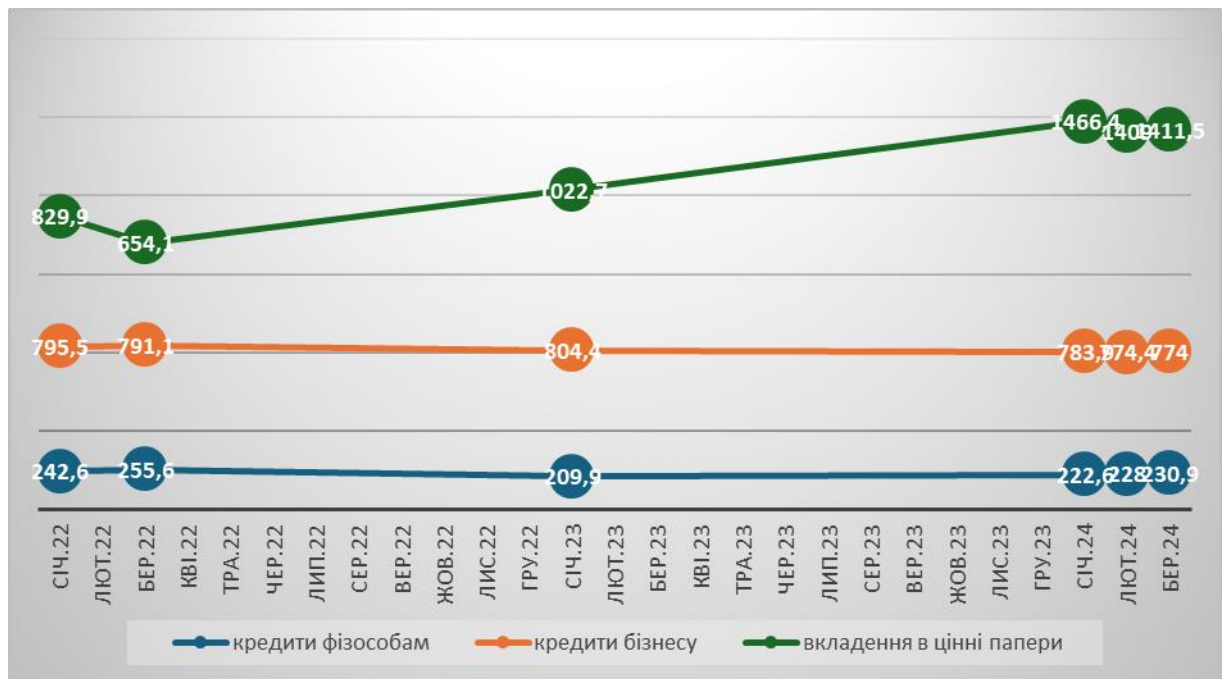
Джерело: сформовано та узагальнено на основі [12]

У першу чергу, не сталося значного впливу коштів із банківської системи – скорочення депозитів фізичних осіб спостерігалось лише у перші місяці запровадження воєнного стану та становило близько 21 млн. грн. або 3,4% березні порівняно з січнем 2022 р.. Протягом подальших місяців переважала тенденція до зростання залучених коштів домашніх господарств – на 28,4 % за перший рік війни та на 16 % за другий. На початок березня 2024 р.

на рахунках населення було розміщено 1071, 4 млн. грн., що більше ніж на 40 % перевищило довоєнний рівень (рис.1). Цей своєрідний феномен воєнної економіки можна пояснити, по-перше, шоком приватного споживання, а, по-друге, припливом коштів на поточні рахунки у вигляді виплат військовослужбовців.

Такі ж тенденції прослідковуються і в частині динаміки корпоративних зобов'язань банківської системи. Зокрема, найвідчутніше скорочення коштів суб'єктів господарювання на банківських рахунок відбулося протягом першого кварталу 2022 р. – на 11 % або 81,3 млрд. грн. у абсолютному виразі). Проте у подальші місяці ситуація поступово стабілізувалась – у річному вимірі даний показник демонстрував зростання – на 17,3 % протягом першого та на 41,7 % протягом другого року війни (рис.1). Аналіз представлених даних дозволяє зробити висновок про поступову адаптацію суб'єктів економіки до умов воєнного стану, що разом із вчасно запровадженими НБУ заходами монетарної підтримки дозволило банківській системі не лише зберегти, а й примножити свій ресурсний потенціал.

Разом з тим, основні структурні диспропорції, що підтверджують значні функціональні деформації банківської системи в умовах воєнного стану, містяться у динаміці основних компонентів активів фінансових установ. Так, попри збереження ресурсного потенціалу банківською системою, відбувалось подальше скорочення обсягів кредитування бізнесу. За період воєнного стану їх обсяги скоротились майже на 3 % станом на 01.03.24 порівняно з початком 2022 року - із 795,5 млрд. грн. на 01.01.22 р. до 774,4 млрд. грн. на 01.03.24 р. Кредити фізичним особам за цей же період зменшились майже на 5 % - із 242,6 млрд. грн. на 01.01.22 р. до 230,9 млрд. грн. на 01.03.24 р. (рис.2). Натомість суттєво зростали вкладення банків у цінні папери, серед яких домінують ОВДП та депозитні сертифікати НБУ. Їх обсяги збільшились на 70,1 % - із 829,9 млрд. грн. на 01.01.22 р. до 1411,5 млрд. грн. на 01.03.24 р. (рис.2).



**Рис. 2 Структурні зміни в активах банків
(січень 2022 - березень 2024, млрд. грн.).**

Джерело: сформовано та узагальнено на основі [12]

Слід зазначити, що проблема структурних деформацій у розподілі активів банківських установ не виникла у 2022 р., а відображає накопичені системні диспропорції довоєнного розвитку. Серед основних причин млявої динаміки кредитування були і залишились дефіцит та висока вартість довгострокових фінансових ресурсів, складність процедури отримання позики, відсутність належної застави за кредитом, високі ризики неповернення через банкрутство позичальника тощо. Це спонукало банки протягом останніх років до активного нарощення безризикових вкладень у державні цінні папери з високою дохідністю - протягом 2016 – 2020 р.р. обсяги ОВДП у портфелях банків зросли у 1,5 рази. Це мало несприятливий вплив на кредитну активність реального сектору завдяки яскраво вираженому у національній економіці ефекту витіснення. [13].

Дана проблема лише посилилась після лютого 2022 р., що було обумовлено як різким погіршенням стану підприємницького сектору, так і впливом монетарної політики на етапі корекції першочергових заходів. У першу чергу, мова йде про різке підвищення з 10% до 25% облікової ставки на початку червня 2022 р. та збереження її на такому високому рівні понад 13

місяців - рішення про зниження з 25 до 22 % було прийнято лише наприкінці липня 2023 р.. Насамперед, такі дії НБУ мали антиінфляційне спрямування та одночасно були спрямовані на збільшення привабливості гривневих вкладів та зменшення тиску надлишкової ліквідності на валютний ринок. Разом з тим, поділяємо думку науковців про те, що вплив радикального підвищення ключової ставки на економіку виявився доволі суперечливим [14, с. 34]. Так, серед позитивних ефектів слід відзначити уповільнення темпів зростання індексу споживчих цін, але у той же час більш ніж вдвічі скоротились обсяги рефінансування (зі 153 млрд. грн. на початок червня 2022 р. до 69 млрд. грн. на кінець лютого 2023 р.), практично призупинилось ринкове (поза межами пільгових державних програм) кредитування реального сектору економіки, а частка гривневих строкових вкладів домашніх господарств терміном понад рік залишилась на рівні 7,5 %, що на 46,5 % менше відповідного показника у 2021 році [15].

Крім того, тривалий цикл збереження ключової ставки на рівні понад 20 % (з 3 червня 2022 р. до 15 вересня 2023 р.) сформував високу дохідність, а відтак і привабливість депозитних сертифікатів НБУ, що попри війну та згортання ринкового кредитування стало основним чинником рекордних прибутків банків у 2023 р. (понад 86 млрд. грн.), які чотирикратно перевищили даний показник за 2022 р. та на 12 % - за 2021 р. Даний феномен пояснюється поєднанням декількох чинників - незначного зростання вартості строкових гривневих депозитів (рис. 3) та збільшенням процентної маржі за рахунок вкладень в інструменти з низьким ризиком - ОВДП та депозитні сертифікати НБУ, що у підсумку дозволило банкам різко збільшити рівень рентабельності [16].

Варто відмітити, що зазначена тенденція збереглася й на тлі подальшого періоду зниження облікової ставки, цикл якого розпочався з 28.07.23 р., коли правління НБУ прийняло рішення про зменшення ключової ставки з 25 до 22 %, та триває до сьогодні (останнє на станом на середину травня рішення про зміну ключової ставки з 14,5 до 13,5% було ухвалено 26.04.24 р.). Не зважаючи на це, основним чинником зростання прибутковості залишалось збільшення

процентних доходів переважно за рахунок вкладень в інструменти з низьким ризиком - ОВДП та депозитні сертифікати Національного банку. Зокрема, упродовж останнього року, з 01.04.2023 р. до 01.04.2024 р. відбувалось активне фінансування банками урядових потреб через купівлю ОВДП, частка яких у структурі процентних доходів зростає за рік на 6,7 % та перевищила четверту частину від їх загального обсягу, що пояснюється їх стабільно високою дохідністю [15]. Так, якщо на кінець травня 2023 р. максимальна дохідність за операціями з купівлі ОВДП була на рівні 19 % річних, то станом на квітень 2024 р. цей показник за розміщеними на аукціонах ОВДП у гривні становив 18,3 %, що залишається достатньо привабливим рівнем з огляду на низьку вартість залучення банками строкових депозитів. Зокрема, у квітні 2024 р. середньозважена ставка за строковими гривневими депозитами становила 13,3 % у річному обчисленні (рис. 3), що нижче за актуальний на даний момент рівень облікової ставки (13,5 % з 26.04.24 р.) та на 5 % дешевше дохідності ОВДП.

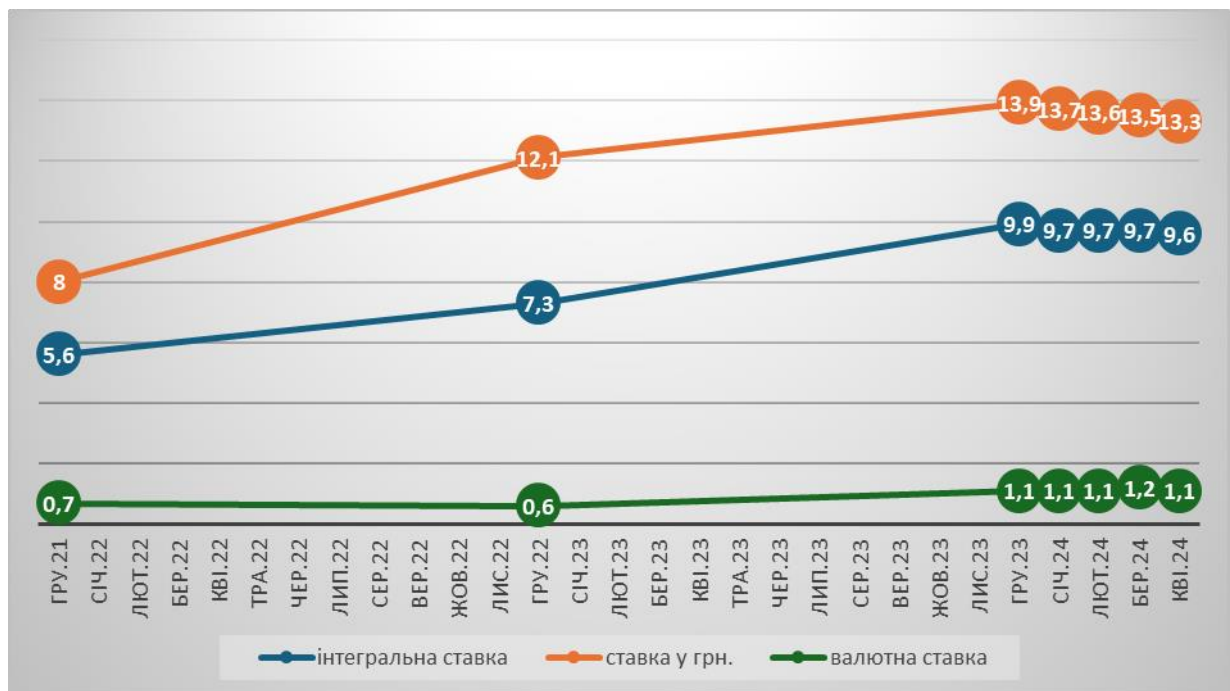


Рис. 3 Процентні ставки за строковими депозитами, залученими банками у фізичних осіб, грудень 2021 р. - квітень 2024 р. (середньозважена ставка у річному обчисленні, %).
Джерело: сформовано та узагальнено на основі [15]

Додатковим стимулом до зростання попиту банків на урядові облігації

стало запровадження норм щодо можливості врахування їх у нормативах резервування. З 11 лютого 2023 р. НБУ підвищив нормативи обов'язкового резервування (з 5 до 10% за коштами у національній валюті та з 15 до 20% за коштами в іноземній валюті на поточних рахунках юридичних і фізичних осіб) та дозволив банкам покривати половину обов'язкових резервів за рахунок ОВДП (згідно до рішення Правління НБУ від 30.01.23 р. № 40-рш). Застосування даного інструменту монетарного регулювання мало на меті у тому числі вилучення надлишкової банківської ліквідності, однак, як показав досвід, негативним наслідком такого рішення було збільшення урядом процентних виплат за ОВДП, що сприяло нарощенню банківської ліквідності у довгостроковій перспективі [9, с. 74].

Станом на 14 травня 2024 р. банки тримають 42, 2 % ОВДП, які знаходяться в обігу за номінально-амортизаційною вартістю (689, 77 млрд. грн. із загальної вартості 1636, 16 млрд. грн.), та є найбільшими утримувачами даного активу. При цьому частка портфелю урядових облігацій Національного банку складає 41,4 % (вартістю 677,99 млрд. грн.), юридичних осіб – 10 % (163,59 млрд. грн.), фізичних осіб – 3,8% (62,53 млрд. грн.), нерезидентів – лише 2,5 % (41,09 млрд. грн.) Крім цього, достатньо привабливими для банків залишаються тримісячні депозитні сертифікати НБУ, дохідність яких знаходиться на рівні 18 %, що є вагомим стимулом до подальшого залучення строкових депозитів населення [15]. По суті, акумульовані банківською системою ресурси стали основним внутрішнім джерелом фінансування бюджетного дефіциту та формування банками портфелю цінних паперів. Для посилення диверсифікації даних джерел необхідне повноцінне функціонування вторинного ринку державних облігацій, обсяги торгів якого є вкрай обмеженими. Крім того, високі ризики та непередбачуваність економіки в умовах воєнного стану не сприяють відновленню попиту іноземних інвесторів до українських боргових активів, не зважаючи на дозвіл репатріації закордон отриманих після 01.04.2023 р. процентних доходів від ОВДП, що в сумі складає близько 120 млн. дол. США в еквіваленті за офіційним курсом НБУ.

Загалом слід зазначити, що в умовах існуючих ризиків воєнної економіки ефективність ринкових інструментів грошово-кредитного регулювання та їх вплив на функціонування суб'єктів економіки є достатньо обмеженим, про що свідчить слабка трансмісія кредитного каналу. Натомість, найбільш дієвим механізмом монетарної політики щодо досягнення макроекономічної стабільності є активізація операцій на вторинному ринку державних запозичень, контроль валютного курсу та потоків капіталу.

Висновки та перспективи подальших досліджень.

Загалом слід зазначити, що в умовах існуючих ризиків воєнної економіки ефективність ринкових інструментів грошово-кредитного регулювання та їх вплив на функціонування суб'єктів економіки є достатньо обмеженим, про що свідчить слабка трансмісія кредитного каналу. Натомість, найбільш дієвим механізмом монетарної політики щодо досягнення макроекономічної стабільності є активізація операцій на вторинному ринку державних запозичень, контроль валютного курсу та потоків капіталу. Для більш дієвого механізму досягнення цінової стабільності доцільно розширювати арсенал монетарних антиінфляційних засобів, поєднуючи їх із засобами валютного регулювання та інструментами стимулювання економічного зростання.

Важливим довгостроковим напрямком посилення ефективності монетарного регулювання є пошук шляхів поглиблення фінансового сектору України, що є необхідною умовою повоєнного відновлення національної економіки та визначає напрямки подальших досліджень зазначеної проблеми.

Література

1. Warjiyo, P. and Juhro, S.M. Central bank policy mix: issues, challenges, and policy responses. *Springer*. 2022. URL: <https://doi.org/10.1007/978-981-16-6827-2>
2. Agenor, P. R. & da Silva, L. A. P. Inflation targeting and financial stability: a perspective from the developing world. *Banco Central do Brazil Working*

- Papers*. 2013. Volume 324. URL: <https://www.cemla.org/PDF/IADB-CEMLA-InflationTargeting.pdf>
3. Woodford, M. Inflation targeting and financial stability. *NBER Working Paper Series*. 2012. Volume 17967. URL: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w17967/w17967.pdf
 4. Науменкова, С. В., Міщенко, С. В., Міщенко, В. І. Ефективність функціонування грошового каналу монетарної трансмісії в Україні. *Економічний простір*. 2022 (179). С.108-115. URL: <https://doi.org/10.32782/2224-6282/179-16>
 5. Управління ліквідністю банківської системи України : монографія / О.В. Дзюблюк, В.Я. Рудан – Тернопіль : Вектор, 2016. – 290 с.
 6. Брус С., Дробязко А. Чинники грошово-кредитної політики: світ та Україна в умовах воєнної агресії. *Економіка та прогнозування*. 2022. №4. С. 109-124 URL: <https://doi.org/10.15407/eip2022.04.109>
 7. Дзюблюк О. Особливості трансмісійного механізму монетарної політики в Україні в умовах воєнного стану. *Економічний аналіз*. 2023. Том 33. № 3. С. 247-256. URL: <https://doi.org/10.35774/econa2023.03.247>
 8. Danylyshyn B., Bohdan I. Monetary policy during the wartime: How to ensure macroeconomic stability. *Investment Management and Financial Innovations*. 2022. Vol. 19. Iss. 2. P. 344—359. URL: [http://dx.doi.org/10.21511/imfi.19\(2\).2022.30](http://dx.doi.org/10.21511/imfi.19(2).2022.30)
 9. Ефективність грошово-кредитної політики в Україні в умовах глобальної економічної дестабілізації : колективна монографія / за ред. д-ра екон. наук Є.О. Бублика; НАН України, ДУ «Ін-т екон. та прогнозув. НАН України». Київ. 2023. 216 с.
 10. Bublyk Y., Korablin S., Shapoval Y. On the effectiveness of the interest rate channel within inflation targeting in Ukraine: a VAR approach. *Banks and Bank Systems*. 2023. № 18(4). С. 293-306. URL: [http://dx.doi.org/10.21511/bbs.18\(4\).2023.24](http://dx.doi.org/10.21511/bbs.18(4).2023.24)

11. Основні засади грошово-кредитної політики на період воєнного стану (схвалено Радою НБУ 15.04.22 р.) <https://bank.gov.ua/ua/news/all/osnovni-zasadi-groshovo-kreditnoyi-politiki-na-period-voyennogo-stanu>
12. Основні показники діяльності банків України. Наглядова статистика. Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/supervision-statist#1>
13. Соколовська І.П. Вплив державних запозичень на динаміку кредитування у національній економіці // Інтелект XXI. 2020. №4. С. 82-85. <https://doi.org/10.32782/2415-8801/2020-4.16>
14. Гдадких Д.М., Любіч О.О. Основні проблеми грошово-кредитної системи в умовах війни. *Фінанси України*. 2023. № 2. С. 27-52. URL: <https://doi.org/10.33763/finykr2023.02.027>
15. Статистика фінансового сектору. Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial#2fs>
16. Соколовська І.П., Пейков О.В. Національний феномен рентабельності банків в умовах війни. *Бізнес Інформ*. 2024. №2. С. 184-193. <https://doi.org/10.32983/2222-4459-2024-2-184-193>

References

1. Warjiyo, P. and Juhro, S.M. (2022), "Central bank policy mix: issues, challenges, and policy responses", *Springer*. <https://doi.org/10.1007/978-981-16-6827-2>.
2. Agenor, P. R. and da Silva, L. A. P. (2013), "Inflation targeting and financial stability: a perspective from the developing world", *Banco Central do Brazil Working Papers* [Online], vol. 324. available at: <https://www.cemla.org/PDF/IADB-CEMLA-InflationTargeting.pdf> (Accessed 1 May 2024).
3. Woodford, M. "Inflation targeting and financial stability" (2012), *NBER Working Paper* [Online], Series, vol. 17967, available at:

https://www.nber.org/system/files/working_papers/w17967/w17967.pdf
(Accessed 1 May 2024).

4. Naumenkova, S. V., Mischenko, S. V., Mischenko, V. I. (2022), “Efficiency of the monetary transmission channel in Ukraine”, *Ekonomichnyj prostir*, vol. (179). <https://doi.org/10.32782/2224-6282/179-16>.
5. Dziubliuk, O.V. and Rudan, V.Ya. (2016), *Upravlinnia likvidnistiu bankivs'koi systemy Ukrainy* [Liquidity management of the banking system of Ukraine], Vektor, Ternopil', Ukraine.
6. Brus, S. and Drobiazko, A. (2022), “Monetary policy factors: the world and Ukraine in the context of military aggression”, *Ekonomika ta prohnozuvannia*, vol. 4. <https://doi.org/10.15407/eip2022.04.109>.
7. Dziubliuk, O. (2023), “Peculiarities of the transmission mechanism of monetary policy in Ukraine under martial law”, *Ekonomichnyj analiz*, vol. 33, no. 3. <https://doi.org/10.35774/econa2023.03.247>.
8. Danylyshyn, B. and Bohdan, I. (2022), Monetary policy during the wartime: How to ensure macroeconomic stability, *Investment Management and Financial Innovations*, vol. 19, no. 2. [http://dx.doi.org/10.21511/imfi.19\(2\).2022.30](http://dx.doi.org/10.21511/imfi.19(2).2022.30).
9. Bublyk, Ye.O. (2023), *Efektivnist' hroshovo-kredytnoi polityky v Ukraini v umovakh hlobal'noi ekonomichnoi destabilizatsii* [Efficiency of monetary policy in Ukraine in the context of global economic destabilisation], Instytut ekonomiky ta prohnozuvannia NAN Ukrainy, Kyiv, Ukraine.
10. Bublyk, Y., Korablin, S. and Shapoval, Y. (2023), “On the effectiveness of the interest rate channel within inflation targeting in Ukraine: a VAR approach”. *Banks and Bank Systems*, vol. 18(4). [http://dx.doi.org/10.21511/bbs.18\(4\).2023.24](http://dx.doi.org/10.21511/bbs.18(4).2023.24).
11. National Bank of Ukraine (2024), “*Basic Principles of Monetary Policy for the Period of Martial Law (approved by the NBU Council on 15.04.22)*” [Online]. <https://bank.gov.ua/ua/news/all/osnovni-zasadi-groshovo-kreditnoyi-politiki-na-period-voyennogo-stanu> (Accessed 6 May 2024).

12. National Bank of Ukraine (2024), “*Key performance indicators of Ukrainian banks. Supervisory Data*”, [Online], available at: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/supervision-statist#1> (Accessed 6 May 2024).
13. Sokolovska, I.P. (2020), “The impact of government borrowing on the dynamics of lending in the national economy” *Intelekt XXI*, vol. 4. <https://doi.org/10.32782/2415-8801/2020-4.16>.
14. Hdadkykh, D.M. and Liubich, O.O. (2023), “The main problems of the monetary system in times of war”, *Finansy Ukrainy*, vol. 2. <https://doi.org/10.33763/finykr2023.02.027>.
15. National Bank of Ukraine (2024), “*Financial Sector Statistics*”, [Online], available at: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial#2fs> (Accessed 11 May 2024).
16. Sokolovska, I.P. and Piejkov, O.V. (2024), “The national phenomenon of bank profitability in times of war” *Biznes Inform*, vol. 2. <https://doi.org/10.32983/2222-4459-2024-2-184-193>

Стаття надійшла до редакції 15.05.2024 р.