

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. 2025. № 1.

DOI: <http://doi.org/10.32702/2307-2105.2025.1.47>

УДК 336.711(477):355.01"20"

*Е. Г. Шебештенъ,
доктор філософії, старший викладач кафедри обліку і аудиту,
Закарпатський угорський інститут ім. Ференца Ракоці II
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-9471-5458>*

*В. О. Огородник,
к. е. н., доцент, доцент кафедри фінансів і банківської справи,
ДВНЗ «Ужгородський національний університет»
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-9448-3351>*

*О. Г. Чубарь,
к. е. н., доцент, доцент кафедри фінансів і банківської справи,
ДВНЗ «Ужгородський національний університет»
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-5952-5034>*

ІНСТРУМЕНТИ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ НБУ: СУЧАСНІ ОСОБЛИВОСТІ ТА ЗМІНИ ЗА УМОВ ВІЙНИ

*E. Shebeshten,
Doctor of Philosophy, Senior Lecturer, Department of accounting and auditing,
Ferenc Rakoczi II Transcarpathian Hungárián College of higher education,
Berehove, Ukraine*

*V. Ohorodnyk,
PhD in Economics, Associate Professor, Associate Professor of the Department of
Finance and Banking, Uzhhorod National University, Uzhhorod, Ukraine*

*O. Chubar,
PhD in Economics, Associate Professor, Associate Professor of the Department of
Finance and Banking, Uzhhorod National University, Uzhhorod, Ukraine*

THE NBU'S MONETARY POLICY INSTRUMENTS: MODERN FEATURES AND CHANGES IN TIME OF THE WAR

Стаття присвячена висвітленню основних тенденцій та особливостей проведення монетарної політики Національним банком України упродовж періоду 2019-2024 років. Наголошено на зміні підходів до сутності та параметрів інструментів грошово-кредитного регулювання, зокрема, з урахуванням викликів воєнного стану та необхідності стримування негативних явищ на грошовому ринку, в банківській системі країни, а також забезпечення джерел фінансування Державного бюджету. Аналізом охоплено такі основні монетарні інструменти, актуальні для даного етапу розвитку: процентна політика, операції на відкритому ринку, політика обов'язкового резервування НБУ. Зроблено висновок про посилення ролі обов'язкового резервування та ключової процентної ставки як інструментів рестрикційного впливу та операцій на відкритому ринку (в частині його первинного сектору та залучення ресурсів для фінансування бюджетного дефіциту).

The article is devoted to highlighting the main trends and peculiarities of monetary policy implementation by the National Bank of Ukraine in 2019-2024. The emphasize is on the change of approaches to the practice of applying monetary regulation instruments, in particular, taking into account the challenges of martial law and the need to restrain negative developments in the money market, in the banking system of the country, as well as to provide sources of financing for the state budget. The study covers the following main monetary instruments relevant to the current stage of the country's development: interest rate policy, open market operations, and the NBU's reserve requirement policy. It is noted that the NBU practiced using these instruments until 2022, but with the beginning of russia's military aggression, the national regulator faced the issue of revising their parameters and mechanisms. The temporary suspension of the inflation targeting regime has somewhat changed the role of the key policy rate, although it remains an important parameter of the money market and a tool for its regulation: mid-2022 was marked by a significant increase in the key policy rate to

25%, which was a response to high inflation risks and market shocks. Its subsequent downward trend to 13% in mid-2024 was followed by another increase amid rising inflation and inflation expectations in the medium term.

Given the significant increase in the required reserves, especially in relation to foreign currency deposits, the author concludes that the role of the reserve requirement policy as an instrument of restrictive influence on the money market is increasing. With the simultaneous change in the procedure for the formation of the required reserves by commercial banks, there is redistribution of banks' resources from lending to domestic government bonds and securities, which is obviously justified during martial law, but in the mid-term will have a negative impact on investment processes in the country and will have to be revised.

At the current stage, open market operations are important in terms of raising resources to finance the budget deficit and military spending, rather than regulating the amount of money in circulation, as is common in global practice. The NBU is present both in the primary market for government securities and as a financial agent for the government in conducting these transactions on the interbank market.

Ключові слова: монетарна (грошово-кредитна) політика, інструменти грошово-кредитної політики, облікова ставка, політика обов'язкового резервування, операції на відкритому ринку, інфляційне таргетування.

Keywords: monetary policy, instruments of monetary policy, key interest rate, reserve requirement, open market operations, inflation targeting.

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 механізмів та інструментів її реалізації. Зокрема, мова йде про облікову політику центрального банку, зміну норм обов'язкових резервів, операції на відкритому ринку цінних паперів. Застосовуючи названі інструменти, Національний банк України здійснює вплив на пропозицію грошей, процентну ставку на ринку, а через них – на інші макроекономічні, в тому числі інвестиційні, процеси.

Розвиток світових та національних 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 ефективних 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 грошово-кредитної політики та інструментів її забезпечення являються об'єктом пильної та постійної уваги вітчизняних дослідників. Зокрема, проблеми проведення та підвищення ефективності монетарної політики в Україні знайшли своє висвітлення в роботах таких українських вчених і практиків, як Береславська О., Боришкевич О., Гаврилишин Б., Гальчинський А., Гребеник Н., Даниленко А., Єпіфанов А., Івасів Б., Козюк В., Кривцун І., Литвицький В., Міщенко В., Міщенко С., Мороз А., Петрик О., Савлук М., Стельмах В., Чухно А., Ющенко В.

Також цілий ряд дослідників упродовж останнього десятиліття дискутували у своїх публікаціях у площині проблем запровадження та реалізації режиму інфляційного таргетування. Серед них доцільно виділити

Аржевітіна С., Данилишина Б., Козюка В., Лепушинського В., Міщенко В., Ніколайчука С., Петрика О., Савлука М., Сороківську З. – науковців, експертів, колишніх і теперішніх практиків банківської системи та Національного банку України.

Для отримання аналітичної цифрової та статистичної інформації використовувались матеріали офіційних веб-сайтів Національного банку України, Міністерства фінансів України, інші матеріали мережі Інтернет.

Формулювання цілей статті (визначення завдання). Метою статті є дослідження особливостей проведення монетарної політики Національним банком України та фокусування на ключових інструментах її здійснення за умов воєнного стану.

Опис основного матеріалу дослідження. *Регулювання облікової ставки НБУ як основний інструмент монетарної політики за умов інфляційного таргетування.* Згідно з Конституцією України, а також відповідно до Закону України «Про Національний банк України» основною функцією Національного банку (НБУ) є забезпечення стабільності грошової одиниці України [5]. В Основних засадах грошово-кредитної політики на 2002 рік вперше була відображена ідея необхідності запровадження режиму інфляційного таргетування (ІТ) [9]. Таргетування інфляції – це монетарний режим, який передбачає відповідальність центрального банку за дотримання проголошеного значення офіційного показника інфляції (таргету) протягом визначеного періоду часу. Вказаний режим характеризується публічним проголошенням офіційної кількісної цілі щодо рівня інфляції (або його інтервалу) на середньострокову перспективу та діями центрального банку, спрямованими на приведення існуючої інфляції до її цільового показника за допомогою процентної ставки та інших інструментів монетарної політики [19].

У 2016 році НБУ була представлена дорожня карта з переходу до ІТ [4], а в Основних засадах грошово-кредитної політики на 2018 рік та середньострокову перспективу було зазначено, що НБУ продовжував реалізовувати монетарну політику в рамках режиму інфляційного таргетування.

Передбачалося, що середньострокова ціль щодо інфляції (приріст індексу споживчих цін у річному вимірі) установлена на рівні 5% з допустимим діапазоном відхилень ± 1 п. п. і буде досягатись упродовж 2018 – 2020 років. Середньострокова ціль щодо інфляції є вищою, ніж у розвинених країнах, але близькою до інфляційних цілей країн з ринком, що розвивається. Установлення середньострокової цілі на рівні 5% пов'язано з історично високою та мінливою інфляцією в Україні та вищою амплітудою інфляційних шоків[10].

За режиму інфляційного таргетування процентна ставка є одним з основних монетарних інструментів центрального банку, за допомогою якого здійснюється вплив на вартість грошей. Як правило, процентна політика складається з двох основних елементів:

- ключової процентної ставки монетарної політики - процентної ставки за основними операціями центрального банку з надання або вилучення ліквідності. Проведення основних операцій за цією ставкою забезпечує увагу ринку до її змін. А процентні ставки міжбанківського кредитного ринку коливаються навколо цієї ставки;
- коридору процентних ставок за операціями постійного доступу (кредити центрального банку овернайт та депозитні сертифікати на цей термін) як механізму підтримки ключової процентної ставки. Такий коридор обмежує коливання процентних ставок на міжбанківському кредитному ринку навколо ключової ставки.

Завданнями процентної політики НБУ є досягнення операційної цілі шляхом визначення процентних ставок за інструментами регулювання ліквідності банків та посилення дієвості процентного каналу трансмісійного механізму грошово-кредитної політики через установлення процентних ставок за операціями НБУ, які проводяться з метою розвитку фінансових ринків, що сприяє забезпеченню впливу зміни короткострокової процентної ставки міжбанківського ринку на вартість середньо- та довгострокових фінансових ресурсів [13].

Початок повномасштабної російської агресії вніс у механізми монетарної

політики суттєві корективи. У квітні 2022 року НБУ приймає Основні засади грошово-кредитної політики на період воєнного стану [11], в яких зазначено, що з урахуванням « ...зниження дієвості ринкових інструментів та високої невизначеності в умовах повномасштабних бойових дій *не можливе* здійснення монетарної політики в форматі інфляційного таргетування з плаваючим валютним курсом. Дієвість каналів монетарної трансмісії додатково послаблюється адміністративними обмеженнями на валютному ринку та обмеженнями щодо руху капіталу. За таких умов НБУ може тимчасово не покладатися на застосування ринкових монетарних інструментів, зокрема ключової (облікової) ставки як основного інструменту грошово-кредитної (монетарної) політики».

Не зважаючи на зазначене, 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 коливань – 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 у 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 кінець 2024 року цей показник знову було підвищено до 13,5% після піврічного періоду перебування її на рівні 13%.

Таблиця 1. Рівень облікової ставки Національного банку та рівень інфляції в Україні у 2015-2024 роках, % річних [7; 21]

Період	Облікова ставка	Індекс споживчих цін (рік до попереднього року)	Індекс споживчих цін (грудень до грудня попереднього року)
		% річних	
2024		6,0 (листопад)	10,4 (листопад)
з 13.12.	13,5		
з 14.06	13		
з 26.04	13,5		
з 15.03	14,5		
2023		12,9	5,1
з 15.12	15		
з 27.10	16		
з 15.09	20		
з 28.07	22		
2022		20,2	26,6
з 03.06	25		
з 21.01	10		
2021		9,4	10,0
з 10.12	9		
з 10.09	8,5		
з 23.07	8		
з 16.04	7,5		
з 05.03	6,5		
2020		2,7	5,0
з 12.06	6		
з 24.04	8		
з 13.03	10		
з 31.01	11		
2019		7,9	4,1
з 13.12	13,5		
з 25.10	15,5		
з 06.09	16,5		
з 19.07	17		
з 26.04	17,5		

Продовження таблиці 1

Період	Облікова ставка	Індекс споживчих цін (рік до попереднього року)	Індекс споживчих цін (грудень до грудня попереднього року)
		% річних	
2018		10,9	9,8
з 07.09	18		
з 13.07	17,5		
з 26.01	16		
2017		14,4	13,7
з 15.12	14,5		
з 27.10	13,5		
з 26.05	12,5		
з 14.04	13		
2016		13,9	12,4
з 28.10	14		
з 16.09	15		
з 29.07	15,5		
з 24.06	16,5		
з 27.05	18		
з 22.04	19		
2015		48,7	43,3
з 25.09	22		
з 28.08	27		
з 04.03	30		
з 06.02	19,5		

За даними табл. 1 можна прослідкувати зміни показників облікової ставки та інфляції в Україні і відмітити, що за представлений проміжок часу НБУ на окремих етапах проводив політику «дорогих грошей», підвищуючи облікову ставку і сприяючи в такий спосіб зниженню високого рівня інфляції. На інших же етапах навпаки проводилася політика «дешевих» грошей на фоні зниження рівня інфляції в країні. Підвищення облікової ставки в пандемічному 2021 році продовжилось і в 2022 році, коли НБУ вдвічі підняв її рівень у зв'язку з різким загостренням військової ситуації в країні та з метою недопущення розгортання інфляційних процесів.

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 кредитами рефінансування, як правило, 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 (табл. 2).

Таблиця 2. Процентні ставки рефінансування банків НБУ в 2015-2024 роках [16], (середньозважені ставки в річному обчисленні, %)

Період	Облік. ставка НБУ	Сер.-зваж. ставка за всіма інструментами	Фактична ставка за інструментами			
			у тому числі			
			кредити, надані шляхом проведення тендера	кредити овернайт	операції РЕПО	Інші довгостр. кредити під програми фін. оздоровл.
2015	22,0	25,22	24,70	25,21	24,03	26,03
2016	14,0	17,36	17,73	18,55	—	16,00
2017	14,5	15,92	15,72	16,03	—	—
2018	18,0	19,22	19,65	19,12	-	-
2019	13,5	18,35	17,50	19,71	-	-
2020	6,0	7,89	6,85	10,82	-	-
2021	9,0	7,67	7,49	8,43	-	-
2022	25,0	19,80	16,04	22,22	-	-
2023	15,0	26,12	27,00	24,49	-	-
2024 (листопад)	13,0	16,00	16,00	16,00	-	-

Сутність зміни облікової ставки і ставок рефінансування як методу грошово-кредитної політики полягає і 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. 3) та визначаючи масштаби кредитування економіки країни. Попри високі відсоткові ставки в 2018-2019 роках спостерігалось зростання обсягів кредитування, різке падіння цих масштабів відбулося з початком війни у 2022 році. За результатами 2023 року обсяги кредитів продовжували

зменшуватись. Натомість депозитна база стабільно зростала, особливо різке збільшення масштабів цих операцій відбулося в 2023 році – в 3,6 рази порівняно з попереднім роком, що, здебільшого, викликано девальвацією національної валюти та відповідним перерахунком обсягів депозитів у національну валюту. За досліджуваний період обсяги депозитів зросли в 5,05 рази на відміну від зростання кредитів всього в 2 рази (табл. 3).

Таблиця 3. Процентні ставки та обсяги депозитів і кредитів (в нац. та іноз. валюті) в Україні у 2015-2024 роках [15], середньозважені ставки в річному обчисленні, %, млрд грн.

	2015	2019	2020	2021	2022	2023	2024 (листопад)	Зрост./ зменш., разів, в.п., 2024/2015
Процентні ставки за новими кредитами резидентам	17,5	17,0	13,1	12,2	16,2	16,8	17,3	-0,2
Обсяги кредитів резидентам	1405,8	3016,2	3235, 2	3872,3	2702,9	2481,7	2870,7	+2,0
Процентні ставки за новими депозитами резидентів	11,6	11,5	5,6	4,3	7,2	10,5	7,4	-4.2
Обсяги депозитів резидентів	2572,9	3542,7	3517,3	3636,9	4383,1	15986,5	13065,9	+5,05

За результатами 2023 року в Україні спостерігалось певне сповільнення інфляції та поліпшення інфляційних очікувань. Поступове відновлення дієвості каналів монетарної трансмісії сприяло посиленню впливу ключової 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 [12; 18].

Основними засадами грошово-кредитної політики на середньострокову перспективу, схваленими НБУ у 2024 році, задекларовано намір використовувати режим гнучкого ІТ, 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 [12].

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. Проте в Україні це правило не працює, оскільки відсутність ліквідного та активного вторинного ринку цінних паперів робить такі операції неефективними.

Операції на відкритому ринку цінних паперів. 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 на цій основі державним боргом;

- 2) надання суб'єктам економіки високонадійних і високоліквідних інструментів для тимчасового розміщення власних фінансових ресурсів;
- 3) надання можливості центральному банкові 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 та стан грошового обігу. З розширенням обсягів таких операцій 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.

До позитивних якостей цього інструменту відносять: гнучкість; оперативність; швидкість впливу на грошово-кредитну сферу; масштаби і періодичність проведення операцій центральний банк визначає самостійно, виходячи з політики, яку проводить; можливість 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 ліквідного та активного вторинного ринку цінних паперів. Левова частка операцій НБУ 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 спекулятивних капіталів яких може підірвати стабільність економічної системи країни у цілому.

Початок російської військової агресії змусив НБУ переглянути підходи до ролі державних цінних паперів у формуванні доходів бюджету, адже війна жорстко поставила перед країною 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 при одночасному підвищенні їх дохідності з початком війни. У 2024 році масштаби розміщень продовжували зростати, проте дохідність операцій скоротилась майже на три %-ві пункти (табл. 4).

Таблиця 4. Обсяги розміщення ОВДП на первинному ринку та залучення коштів до бюджету України у 2018-2024 роках [6]

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
2024	517806,91	15,91	497806,91	15,98

Серед власників облігацій внутрішньої державної позики, які перебувають в обігу, найбільша частка за весь період дослідження припадає на НБУ та комерційні банки (не менше 30-50% на кожного та не менше 80% у сукупності), саме вони є найбільш активними учасниками цього ринку. Разом з тим зростає частка юридичних і фізичних осіб (табл. 5).

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.

Таблиця 5. 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	827,379	998,726	1060,708	1387,971	1585,969	1779,291
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

*Складено за даними: [8].

За даними Депозитарію НБУ, у січні-жовтні 2024 року Уряд України залучив від розміщення ОВДП на аукціонах майже 498 млрд грн в

еквіваленті: 363976,1 млн грн, 2536,3 млн дол. США та 754,9 млн євро. Загалом з початку повномасштабної війни до 31 жовтня 2024 року на первинних аукціонах залучено майже 1 316 млрд грн в еквіваленті: 918151,8 млн грн, 8153,5 млн дол. США та 2 468,0 млн євро [20].

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 [20].

Політика обов'язкового резервування НБУ. 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.

Порядок формування та зберігання обов'язкових резервів банками в Україні регламентується Постановою Правління НБУ «Положення про порядок формування та зберігання обов'язкових резервів банками України та філіями іноземних банків в Україні» [14].

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. Нормативи формування обов'язкових резервів за коштами, залученими в національній валюті, тривалий час залишались в Україні на нульовому рівні. Такий підхід було запроваджено з метою сприяння залученню банками коштів на різні види депозитів саме в національній валюті. Починаючи з 2020 року нормативи резервування суттєво підвищуються, а особливо у 2024 році, коли, наприклад, норматив резервування поточних і короткострокових коштів фізичних осіб в іноземній валюті сягнув 35 %. Нульовою ставка резервування залишилась лише для депозитів у національній валюті, розміщених більше як на три місяці (табл. 6). Можна констатувати, що з початком повномасштабної війни зросла увага до обов'язкового резервування як до інструменту монетарної політики, який дозволяє значно впливати на обсяги банківської ліквідності, вилучаючи її в резервні активи.

Таблиця 6. Нормативи обов'язкового резервування в Україні наприкінці 2024 року, %*

Залучені кошти	Національна валюта	Іноземна валюта
Кошти на вимогу і кошти на поточних рахунках юридичних осіб	15	25
Кошти на вимогу і кошти на поточних рахунках фізичних осіб	25	35
Строкові кошти і вклади (депозити) фізичних осіб із мінімальним початковим строком погашення до 92 календарних днів (включно)	25	35
Строкові кошти і вклади (депозити) юридичних осіб (крім інших банків)	15	25
Строкові кошти і вклади (депозити) фізичних осіб із мінімальним початковим строком погашення, що становить 93 календарні дні та більше	0	15
Кошти вкладів (депозитів) і кошти на поточних рахунках інших банків- нерезидентів та кредити, що отримані від міжнародних (крім фінансових) та інших організацій-нерезидентів	15	25

*Складено за даними: [3]

Норматив обов'язкового резервування має безпосередній вплив на величину грошово-кредитного мультиплікатора, і, відповідно, на обсяги кредитної емісії в банківській системі країни. 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 обігу грошової одиниці (табл. 7).

Таблиця 7. Макроекономічні та монетарні показники України за 2015-2024 роки*

	2015	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Зміна (+, -) 2024 до 2015, разів
ВВП України у факт 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	3316,0	+3,3
Рівень монетизації (за МЗ), %	50,0	36,2	44,1	37,9	48,2	47,1	-	-
Швидкість обертання грошової маси МЗ, обертів за рік	2,0	2,8	2,3	2,6	2,1	2,1	-	-
Грошова база (ГБ), млрд.грн.	336,0	477,5	596,0	662,5	792,5	976,9	1040,2	+3,1
Грошовий мультиплікатор (МЗ/ГБ)	2,96	3,01	3,10	3,13	3,16	3,15	3,28	+1,1
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	0 /15-35	+3-5 разів
Облікова ставка НБУ (на кінець періоду), %	22,0	13,5	6,0	9,0	25,0	15,0	13,5	-8,5 в.п.

* Складено та розраховано за даними [1; 2; 17].

** Дані відсутні.

Зміни нормативів резервування мають вплив і на інші параметри грошового ринку та монетарної сфери.

Дані табл. 8 відображають волатильну динаміку з тенденцією до зниження частки готівки у структурі МЗ: за представлений шестирічний період найнижчий рівень готівки спостерігався у 2024 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 0,1% в 2021-2024 роках, що опосередковано відображає низький рівень розвитку фондового ринку в країні.

Висновки і перспективи подальших досліджень. Інструментарій монетарної політики НБУ включає традиційні для світової практики підходи і передбачає використання процентної політики, обов'язкове резервування, операції відкритого ринку. В різні періоди розвитку економіки надавались переваги різним інструментам. Так, у період дії режиму інфляційного таргетування (2017 - поч. 2022 років) наголос робився на регулюванні ключової процентної ставки як головного інструменту грошово-кредитної політики. Одночасно в цей же період значимість обов'язкового резервування як інструменту монетарної політики була низькою, оскільки ставки резервів тривалий час залишались на мінімальному рівні і не змінювались.

Початок повномасштабної війни змусив НБУ переглянути підходи до інструментарію монетарного регулювання, зокрема, щодо ролі державних цінних паперів у формуванні доходів бюджету, адже перед країною жорстко постало питання необхідності фінансування значних за обсягами військових видатків. У зв'язку з цим відбулося внесення змін до законодавства країни в частині анулювання заборони на пряме кредитування Національним банком України уряду та проведення операцій на первинному ринку державних цінних паперів. При цьому ключова процентна ставка продовжує залишатись дієвим інструментом впливу на стан і суб'єктів грошового ринку та використовується НБУ як активний антиінфляційний запобіжник.

Таблиця 8. Склад і структура грошової маси в Україні в 2015-2024 роках, на кінець періоду, млн.грн.*

Період	М3	у тому числі								
		М1		М2–М1				М3–М2		
		готівкові кошти в обігу поза деPOSITними корпораціями (М0)	переказні депозити в національ- ній валюті	переказні депозити в іноземний валюті	інші депозити		цінні папери, крім акцій			
					усього	у тому числі		усього	у тому числі	
	у національ- ній валюті	в іноземній валюті		у національ- ній валюті		в іноземній валюті				
залишки коштів на кінець періоду, млн грн.										
2015	994 062	282 673	189 544	101 812	419 782	201 995	217 787	250	83	167
2019	1 438 311	384 366	385 677	208 186	456 992	255 253	201 738	3 090	245	2 844
2020	1 850 007	516 085	533 966	287 447	509 866	302 942	206 924	2 644	175	2 469
2021	2 071 358	581 011	700 227	317 930	470 438	314 261	156 177	1 752	150	1 602
2022	2 501 621	666 073	905 287	440 815	488 328	298 975	189 353	1 119	21	1 098
2023	3 077 185	716 167	1 147 016	498 589	714 661	481 672	232 989	753	27	725
2024(листопад)	3 316 006	745 460	1 238 664	578 686	752 648	505 645	247 003	548	83	465
структура, %										
2015	100,00	28,44	19,07	10,24	42,23	20,32	21,91	0,03	0,01	0,02
2019	100,00	26,72	26,81	14,47	31,77	17,75	14,03	0,21	0,02	0,20
2020	100,00	27,90	28,86	15,54	27,56	16,38	11,19	0,14	0,01	0,13
2021	100,00	28,05	33,81	15,35	22,71	15,17	7,54	0,08	0,01	0,08
2022	100,00	26,63	36,19	17,62	19,52	11,95	7,57	0,04	0,00	0,04
2023	100,00	23,27	37,27	16,20	23,22	15,65	7,57	0,02	0,00	0,02
2024 (листопад)	100,00	22,48	37,35	17,45	22,70	15,25	7,45	0,02	0,00	0,01

*Складено за даними [2]

Зросла увага до обов'язкового резервування, монетарне призначення якого в сучасних умовах посилилося, адже в періоди загострення стану ринку завдяки йому можна «зв'язувати» грошову масу в умовах надлишку ліквідності в банківській системі.

Перспективи подальших досліджень пов'язані з доцільністю моніторингу використання інструментів монетарної політики та оцінкою їх ефективності в контексті не лише впливу на стан грошового і валютного ринку, рівень інфляції та валютного курсу, а й їх значимості для забезпечення економічного зростання та стимулювання інноваційного розвитку, що буде особливо актуально після завершення бойових дій та розгортання повоєнної відбудови країни.

Література

1. Валовий внутрішній продукт (ВВП) в Україні. URL: <https://index.minfin.com.ua/ua/economy/gdp/> (дата звернення 1.12.2024 року).
2. Грошово-кредитна статистика. Огляди фінансових корпорацій. НБУ. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial#1ms> (дата звернення 2.12.2024 року).
3. Діючі нормативи обов'язкового резервування. НБУ. URL: <https://bank.gov.ua/ua/markets/money-market/reserve-requirements-chart> (дата звернення 1.12.2024 року).
4. Дорожня карта з переходу до інфляційного таргетування. Національний банк України, Київ, 16 березня 2016 року. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/IT_nbu_pr_2016-03-16.pdf?v=9. (дата звернення 31.11.2024 року).
5. Закон України «Про Національний банк України» від 20 травня 1999 року № 679-XIV. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/679-14#Text>.
6. Інформація щодо розміщення ОВДП у 2018-2024 роках. Статистика фінансових ринків. НБУ. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial#2fs> (дата звернення 26.12.2024 року).
7. Облікова ставка Національного банку. URL: <https://bank.gov.ua/ua/monetary/archive-rish> (дата звернення 1.12.2024 року).

8. ОВДП, які знаходяться в обігу, за сумою основного боргу. НБУ. URL: <https://bank.gov.ua/ua/markets/t-bills> (дата звернення 1.12.2024 року).

9. Основні засади грошово-кредитної політики на 2002 рік. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/MPG_2002.pdf?v=4 (дата звернення 25.11.2024 року).

10. Основні засади грошово-кредитної політики на 2018 рік та середньострокову перспективу: Схвалено рішенням Ради Національного банку України від 12 вересня 2017 року. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/osnovni-zasadi-groshovo-kreditnoyi-politiki-na-2018-rik-ta-serednostrokovu-perspektivu> (дата звернення 27.11.2024 року).

11. Основні засади грошово-кредитної політики на період воєнного стану. Рішення Ради Національного банку України від 15 квітня 2022 року. URL: <https://bank.gov.ua/ua/files/hJTwdIrBPNWeMzk> (дата звернення 25.11.2024 року).

12. 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 (дата звернення 25.11.2024 року).

13. Постанова НБУ від 26.08.2021 № 90 «Про внесення змін до деяких нормативно-правових актів Національного банку України». URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0090500-21#Text> (дата звернення 1.12.2024 року).

14. Постанова Правління НБУ від 11.12.2014 № 806 «Про затвердження Положення про порядок формування та зберігання обов'язкових резервів банками України та філіями іноземних банків в Україні. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0806500-14#n22>. (дата звернення 1.12.2024 року).

15. 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> (дата звернення 1.12.2024 року).

16. Процентні ставки рефінансування банків Національним банком України. Статистика фінансових ринків. НБУ. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial#1ms> (дата звернення 1.12.2024 року).

17. Рівень безробіття в Україні. URL: <https://index.minfin.com.ua/ua/labour/unemploy/> (дата звернення 1.12.2024 року).

18. Стратегія пом'якшення валютних обмежень, переходу до більшої гнучкості обмінного курсу та повернення до інфляційного таргетування. URL: <https://bank.gov.ua/ua/files/RoyFIQaSmKIWScQ> (дата звернення 1.12.2024 року).

19. Таргетування інфляції. URL: <https://bank.gov.ua/ua/monetary/about/inflationtargeting> (дата звернення 1.12.2024 року).

20. Уряд залучив майже 1 316 млрд грн від продажу ОВДП на аукціонах упродовж воєнного стану. Статистика щодо продажу та погашення ОВДП. 4 листопада 2024 року. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/uryad-zaluchiv-mayje-1316-mlrd-grn-vid-prodaju-ovdp-na-auksionah-uprodovj-voyennogo-stanu> (дата звернення 1.12.2024 року).

21. Ціни. Макроекономічні показники. НБУ. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/macro-indicators#1> (дата звернення 1.12.2024 року).

References

1. Minfin (2024), "Gross Domestic Product (GDP) in Ukraine", available at: <https://index.minfin.com.ua/ua/economy/gdp/> (Accessed 1.12.2024).

2. National Bank of Ukraine (2024), "Monetary statistics", available at: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial#1ms> (Accessed 2.12.2024).

3. National Bank of Ukraine (2024), "Effective Reserve Requirement Ratio", available at: <https://bank.gov.ua/ua/markets/money-market/reserve-requirements-chart> (Accessed 1.12.2024).

4. National Bank of Ukraine (2016), “Roadmap for Transition to Inflation Targeting”, available at: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/IT_nbu_pr_2016-03-16.pdf?v=9 (Accessed 31.11.2024).

5. Verkhovna Rada of Ukraine (1999), The Law of Ukraine “On the National Bank of Ukraine”, available at: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/679-14#Text> (Accessed 31.11.2024).

6. National Bank of Ukraine (2024), “Information on the Placement of Government Bonds in 2018-2024”, available at: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial#2fs> (Accessed 26.12.2024).

7. National Bank of Ukraine (2024), “NBU Key Policy Rate”, available at: <https://bank.gov.ua/ua/monetary/archive-rish> (Accessed 1.12.2024).

8. National Bank of Ukraine (2024), “Domestic government bonds in circulation by outstanding nominal volume”, available at: <https://bank.gov.ua/ua/markets/t-bills> (Accessed 1.12.2024).

9. National Bank of Ukraine (2002), “Basic Principles of Monetary Policy for 2002”, available at: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/MPG_2002.pdf?v=4 (Accessed 25.11.2024).

10. National Bank of Ukraine (2017), “Monetary Policy Guidelines for 2018 and the Medium Term”, available at: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/osnovni-zasadi-grushovo-kreditnoyi-politiki-na-2018-rik-ta-serednostrokovu-perspektivu> (Accessed 27.11.2024).

11. National Bank of Ukraine (2022), “Basic Principles of Monetary Policy for the Period of Martial Law”, available at: <https://bank.gov.ua/ua/files/hJTwdIrBPNWeMzk> (Accessed 25.11.2024).

12. National Bank of Ukraine (2024), “Basic Principles of Monetary Policy for the Medium-Term Perspective”, available at: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/MPG_2024-mt.pdf?v=10 (Accessed 25.11.2024).

13. National Bank of Ukraine (2021), Resolution “On Amendments to Certain Regulatory Acts of the National Bank of Ukraine”, available at: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0090500-21#Text> (Accessed 1.12.2024).

14. National Bank of Ukraine (2014), Resolution “On Approval of the Regulation on the Procedure for Formation and Storage of Required Reserves by Ukrainian Banks and Branches of Foreign Banks in Ukraine”, available at: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0806500-14#n22> (Accessed 1.12.2024).

15. NBU National Bank of Ukraine (2024), “Financial Sector Statistics”, available at: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial> (Accessed 1.12.2024).

16. National Bank of Ukraine (2024), “Interest Rates for Bank Refinancing by the National Bank of Ukraine”, available at: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial#1ms> (Accessed 1.12.2024).

17. Minfin (2024), “Unemployment Rate in Ukraine”, available at: <https://index.minfin.com.ua/ua/labour/unemploy/> (Accessed 1.12.2024).

18. National Bank of Ukraine (2024), “Strategy for Easing Currency Restrictions, Transition to Greater Exchange Rate Flexibility, and Return to Inflation Targeting”, available at: <https://bank.gov.ua/ua/files/RoyFlQaSmKIWScQ> (Accessed 1.12.2024).

19. National Bank of Ukraine (2024), “Inflation targeting”, available at: <https://bank.gov.ua/ua/monetary/about/inflationtargeting> (Accessed 1.12.2024).

20. National Bank of Ukraine (2024), “Ukraine’s Government Raises Almost UAH 1,316 Billion through Auctions to Sell Domestic Government Debt Securities since Martial Law Was Imposed”, available at: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/uryad-zaluchiv-mayje-1316-mlrd-grn-vid-prodaju-ovdp-na-auktsionah-uprodovj-voyennogo-stanu> (Accessed 1.12.2024).

21. NBU National Bank of Ukraine (2024), “Macroeconomic Indicators. Prices”, available at: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/macro-indicators#1> (Accessed 1.12.2024).

Стаття надійшла до редакції 08.01.2025 р.