

**Олександр ДЗЮБЛЮК**

доктор економічних наук, професор, Західноукраїнський національний університет,  
Тернопіль, Україна, alex5203@ukr.net  
ORCID ID: 0000-0002-4967-823X

## ЦІЛЬОВІ ОРІЄНТИРИ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ В УМОВАХ ВОЄННОГО СТАНУ

**Вступ.** Монетарна політика є головним інструментом щодо підтримання економічного розвитку і макрофінансової стабільності, однак воєнний стан зумовлює різке порушення традиційних господарських механізмів, що спричинює шоки на ринку, наростання інфляції та посилює ризики, через що центральний банк змушений адаптувати свої інструменти, балансує між сприянням економіці та контролем над інфляцією. Актуальність дослідження вибору цільових орієнтирів монетарної політики визначена об'єктивною потребою аналізу ефективності монетарного регулювання НБУ в кризових умовах війни, а також необхідністю розробки оптимальної стратегії для підтримання виробничих потужностей, формування основ фінансової стійкості й ефективного використання монетарних важелів.

**Мета** – проаналізувати особливості реалізації монетарної політики НБУ в умовах воєнного стану та обґрунтувати на цій основі найбільш прийнятні для економіки України цільові орієнтири функціонування механізму монетарного впливу на перебіг економічних процесів.

**Результати.** Окреслено основні макроекономічні умови, за яких Національний банк України здійснює обрання цільових орієнтирів монетарної політики. Проаналізовано основні чинники, які обумовлюють негативні наслідки режиму інфляційного таргетування для економіки і банківської системи, що пов'язано з відсутністю об'єктивних підстав для запровадження такого режиму, його впливом на зростання валютно-курсової волатильності, а також відсутністю належних стимулів для кредитування реального сектору. Систематизовано проблемні аспекти реалізації центральним банком політики управління валютним курсом і регулювання процентної ставки. Визначено напрями оптимізації основних підходів до визначення цільових пріоритетів монетарної політики.

**Висновки.** В умовах воєнного стану головним цільовим орієнтиром монетарної політики має бути спрямування грошових ресурсів із фінансового сектору у реальний сектор економіки задля забезпечення довготривалого виробничого зростання, обмеження рівнів безробіття та інфляції, а також сприяння технологічному розвитку національного господарства.

**Ключові слова:** центральний банк, монетарна політика, таргетування, інфляція, процентна ставка, кредитування, банк, валютний курс.

**Рис.: 14, табл.: 3, бібл.: 22.**

**Oleksandr DZIUBLIUK**

Dr. Sc. (Economics), Prof., West Ukrainian National University, Ternopil, Ukraine,  
alex5203@ukr.net  
ORCID ID: 0000-0002-4967-823X

### **MONETARY POLICY TARGETS UNDER MARTIAL LAW**

**Introduction.** Monetary policy is the main tool for maintaining economic development and macro-financial stability, but martial law causes a sharp disruption of traditional economic mechanisms, which causes market shocks and contributes to inflation. Therefore, the central bank must balance between supporting the economy and controlling inflation. The study of the choice of monetary policy targets is important for analyzing the effectiveness of the NBU's monetary regulation in the wartime crisis and is necessary for developing an optimal monetary strategy to support the economy.

**The purpose** of the article is to critically analyze the NBU's monetary policy under martial law and to substantiate the most acceptable monetary policy targets for the Ukrainian economy.

**Results.** The macroeconomic conditions under which the NBU sets monetary policy targets are outlined. The main factors of the negative impact of the inflation targeting regime on the economy and the banking system are analyzed. The problematic aspects of the central bank's implementation of the policy of managing the exchange rate and regulating the interest rate are systematized. The directions of optimization of the main approaches to the target priorities of monetary policy are determined.

**Conclusions.** Under martial law, the main target of monetary policy should be to channel monetary resources from the financial sector to the real economy in order to ensure long-term productive growth, limit unemployment and inflation, and promote technological development of the national economy.

**Keywords:** central bank, monetary policy, targeting, inflation, interest rate, crediting, bank, exchange rate.

**JEL Classification:** E40, E42, E44, E50, E52, E58, H60.

---

**Постановка проблеми.** Монетарна політика є одним із найбільш важливих інструментів впливу держави на перебіг економічних процесів. У той час, коли адміністративні важелі регулювання в ринкових умовах зводяться до мінімуму, саме монетарна політика виходить на перший план і набуває вирішального значення у формуванні закономірностей економічного розвитку та визначенні поведінки практично всіх суб'єктів ринку. Водночас обмеженість можливостей стихійних ринкових механізмів у забезпеченні макроекономічної стабільності та сталого розвитку означає, що держава змушена взяти на себе шир-

ші функції втручання в економіку, головним інструментом якого за останні десятиліття стала саме монетарна політика, за допомогою якої центральні банки намагаються згладжувати циклічні коливання, контролювати інфляцію, стимулювати інвестиції та регулювати ділову активність.

Монетарне регулювання набуло особливо важливого значення під час світової фінансової кризи 2008 р., а також у період пандемії COVID-19, коли грошова політика центральних банків провідних країн світу із застосуванням традиційних і нетрадиційних методів стала головним інструментом держави щодо підтримання економічного

розвитку і макрофінансової стабільності, а також засобом координації економічних очікувань, позаяк сигнали центрального банку щодо напрямів політики впливають на поведінку інвесторів, споживачів і кредиторів, формуючи передбачуване економічне середовище. За таких обставин монетарна політика набула системного характеру і стала невід'ємною частиною загального механізму державного регулювання економіки, адаптованого до умов глобалізації, цифровізації, зростання взаємозалежності фінансових ринків та загроз фінансовій безпеці.

В Україні еволюція монетарної політики упродовж останнього десятиліття демонструвала поступовий перехід від адміністративного управління до ринкових основ державного регулювання, ключовими факторами забезпечення яких стали інституційна незалежність НБУ, прозора комунікаційна політика, гнучке курсоутворення та розширення можливостей і набору інструментів для оперативного реагування на кризи. Однак сучасні виклики, спричинені повномасштабною воєнною агресією проти України, створили безпрецедентні умови для функціонування національної економіки загалом та для реалізації монетарної політики зокрема. Воєнний стан зумовлює різке порушення традиційних економічних механізмів, що спричинює шоки пропозиції та попиту, дестабілізує валютний ринок, зумовлює наростання інфляційних і девальваційних очікувань, а також посилює фінансові ризики для всіх економічних агентів. У цьому контексті центральний банк змушений адаптувати свої інструменти і підходи, балансує між підтримкою фінансової стабільності, забезпеченням ліквідності та контролем над інфляцією.

За таких умов реалізація монетарної політики, як одного із головних інструментів адаптації національної економіки до умов воєнного стану, має передбачати

оптимізацію використання усіх її головних інструментів, включаючи облікову ставку, кредити рефінансування, операції на валютному ринку, управління міжнародними резервами, а також регулювання валютних обмежень як окремих важливих механізмів забезпечення макроекономічної стабілізації. Актуальність дослідження цільових орієнтирів монетарної політики визначена об'єктивною потребою аналізу ефективності монетарного регулювання НБУ в кризових умовах війни, а також необхідністю розробки оптимальної монетарної стратегії для підтримання виробничих потужностей, зокрема і в оборонному комплексі, формування основ довгострокової макрофінансової стабільності та створення наукового підґрунтя для подальшого ефективного використання монетарних важелів у процесі післявоєнного відновлення економіки.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Наукові роботи, в яких започатковано вирішення проблеми удосконалення механізмів реалізації монетарної політики і вибору її цілей, свідчать, що провідні зарубіжні й українські вчені приділяють велику увагу аналізу основних аспектів монетарного впливу на динаміку економічного розвитку в період кризових явищ. Цій проблематиці присвячено праці таких авторів, як Б. Бернанке [1], М. Хайз [2], Р. Г. Хаббард [3], Ф. С. Мішкін [4], Дж. Стігліц [5], Ф. Тернер [6], К. Волш [7], Л. Р. Рей [8], С. М. Аржевітін [9], О. І. Барановський [10], Ю. О. Гаркуша [11], А. А. Гриценко [12], Б. М. Данилишин [13], Т. О. Донкоглова [15], Т. І. Єфименко [16], С. О. Кораблін [17], І. Г. Лук'яненко [18], О. І. Петрик [21], О. М. Шаров [22]. Однак ефективність монетарного регулювання, що за належних економічних умов визначається комплексом традиційних факторів макрота мікрорівня, не можна порівняти з умовами, коли масштаби впливу воєнних дій на економіку сьогодні не піддаються достемен-

ній оцінці, а відтак, потребують подальшого дослідження головні проблеми вибору адекватних цільових орієнтирів монетарної політики з тим, щоб заходи відповідного впливу центрального банку на перебіг економічних процесів набули високої ефективності та сприяли подоланню тих кризових явищ, які спричинені умовами воєнного стану.

**Метою** статті є всебічне вивчення і критичний аналіз особливостей реалізації монетарної політики НБУ в умовах воєнного стану та обґрунтування на цій основі найбільш прийнятних для економіки України цільових орієнтирів функціонування механізму монетарного впливу на перебіг економічних процесів.

**Виклад основного матеріалу дослідження.** Монетарна сфера є простором, в якому держава реалізує одну з найважливіших регулятивних функцій – управління грошовим обігом і забезпечення фінансової стабільності, а центральний банк як інституційний провідник монетарної політики має на меті досягнення низки стратегічних цілей, що є невід’ємними елементами загальної економічної політики держави: стабільність цін; сприяння високому рівню зайнятості; забезпечення помірною довгострокового рівня процентних ставок; сприяння економічному зростанню та стабільності фінансової системи.

Водночас складні умови економічної ситуації в Україні упродовж періоду воєнного стану вплинули і на діяльність центрального банку та банківського сектору загалом. Широкомасштабна воєнна агресія, розпочата проти нашої країни, мала всеосяжний вплив на всі аспекти економічного життя суспільства, включаючи і функціонування банківських установ. Самі ж воєнні дії, як фактор форсмажорного характеру впливу на економіку, відобразилися на всіх аспектах монетарного регулювання і роботи центрального банку, коли потрібно було докладати зусиль, щоб

уникнути перебоїв у роботі банківської системи, забезпечити захист даних та інформації, підвищувати надійність інфраструктури безготівкових платежів, підтримувати фінансову стійкість роботи банківського сектору, а також фінансову стабільність в економіці. В економіці при цьому мало місце руйнування значної частки виробничого потенціалу, банкрутства бізнесів, знищення транспортної та енергетичної інфраструктури, зростання кількості безробітних і внутрішньо переміщених осіб, нівелювання умов для належного функціонування внутрішніх ринків і логістики, а також суттєве скорочення платоспроможного попиту.

Логічно було б припустити, що за наявності таких проблем і викликів воєнного часу доцільною мала б стати реалізація на практиці через монетарний механізм кейнсіанської концепції стимулювання сукупного попиту через політику “дешевих грошей” і активізацію кредитування банками реального сектору, зокрема і задля збільшення фінансового забезпечення власного виробництва зброї. Такий підхід був би цілком логічним, оскільки він перевірений практикою функціонування ФРС США та центральних банків інших розвинутих країн у період фінансово-економічної кризи 2008–2009 рр., а також ковідної кризи 2020 р., коли реалізовувалася послідовна політика нарощування ліквідності в економіці задля недопущення розгортання широкомасштабної економічної кризи і зростання безробіття, заради чого систематично із використанням традиційних і нетрадиційних інструментів монетарної політики здійснювалося збільшення кількості грошей в обігу та кредитна підтримка бізнесу і домогосподарств.

Однак чи знайшла ця практика своє застосування в Україні за набагато суворіших умов економічного розвитку в період воєнного стану? На жаль, Національний банк України надалі продовжує дотримуватися

хибної практики, розпочатої ще задовго до повномасштабної війни, щодо забезпечення режиму інфляційного таргетування із плаваючим обмінним курсом гривні у процесі реалізації грошово-кредитного регулювання. Такі завдання зазначені у відповідних програмних документах НБУ, в яких проголошено чіткий курс на дотримання режиму інфляційного таргетування, а показник інфляції 5% заявлено відповідною стратегічною метою центрального банку.

Такими цілями грошово-кредитної політики Національного банку України визначено, що під час виконання своєї основної функції НБУ має виходити із пріоритетності досягнення та підтримання цінової стабільності в державі. Так, в “Основних засадах грошово-кредитної політики” зазначено: “Національний банк застосовуватиме режим гнучкого інфляційного таргетування. Цей режим використовуватиметься до нормалізації функціонування економіки та можливості відновлення Національним банком повноцінного формату інфляційного таргетування з плаваючим обмінним курсом. За такого режиму монетарна політика спрямовуватиметься на приведення інфляції, яка вимірюватиметься індексом споживчих цін у річному вимірі, до цілі 5% на належному горизонті політики (до 3-х років)” [20].

У процесі обрання цільових орієнтирів монетарної політики інфляційне таргетування стало доволі популярним монетарним режимом в останні кілька десятиліть, хоча на сьогодні його у повному обсязі застосовують лише близько 30 країн. Воно передбачає публічне оголошення кількісних показників інфляції та зобов'язання центрального банку досягати цих показників упродовж визначеного періоду. По суті, це така латентна форма реалізації ідей монетаристської теорії щодо жорсткої монетарної політики і контролю за інфляцією як головної мети держави. Але на адресу

цього режиму лунало і чимало критики, варто згадати хоча б такого авторитетного вченого, як лауреат Нобелівської премії з економіки Джозеф Стігліц, котрий у своїй статті “Провал інфляційного таргетування” зазначав: “Залишається сподіватися на те, що більшість країн має достатньо здорового глузду, щоб не здійснювати таргетування інфляції” [5].

Слід наголосити, що вплив спершу світової фінансової кризи, а згодом і пандемічної кризи на перебіг економічних процесів у світових масштабах виявив низку серйозних проблем, пов'язаних із низькою ефективністю монетарної політики, заснованої на режимі інфляційного таргетування, що полягає у недостатній гнучкості та дієвості центральних банків щодо можливості стимулювання економіки і подолання рецесії, зумовленої зовнішніми шоками. Тому центральні банки у розвинутих країнах, попри формальне проголошення дотримання цього режиму, стали виявляти значно більшу гнучкість і відходити від нього за потреби порятунку економіки від рецесії і вирівнювання ситуації на ринку праці.

Головне, що відбулося у практиці монетарного регулювання останніх років – це розширення мандату центральних банків розвинутих країн. Наприклад, Федеральна резервна система США розглядає тепер своїм головним завданням боротьбу із безробіттям, про що офіційно зазначено на її сайті, а цільовий показник інфляції 2% вважається довгостроковим орієнтиром із можливостями його перевищення на догоду більш важливим завданням із підтримання виробничого зростання і зайнятості. Аналогічні підходи нині реалізують Європейський центральний банк, Банк Англії та Банк Японії. Водночас традиційні інструменти експансіоністської монетарної політики щодо розширення грошової підтримки суб'єктів ринку доповнюються новими, не-

традиційними інструментами нарощування ліквідності з огляду на потребу оперативного впливу на бізнес-середовище і ситуацію на ринку праці.

Чи проявляє таку ж гнучкість Національний банк України? Відповідь на це питання очевидна з огляду на цитований вище програмний документ регулятора. Однак більш ґрунтовний методологічний підхід до вибору цільових орієнтирів монетарної політики і до розуміння того, чому режим інфляційного таргетування є загалом поганим для нашої економіки, банківського сектору і грошової системи, має містити аналіз трьох основних моментів: по-перше, відсутність об'єктивних підстав в економіці для запровадження такого режиму; по-друге, його негативний вплив на валютно-курсову динаміку з усіма наслідками для макрофінансової стабільності; по-третє, відсутність належних стимулів для кредитування реального сектору через реалізацію Національним банком України, по суті, монетаристської концепції боротьби із інфляцією на шкоду стимулюванню економічного росту.

Щодо першого моменту, то відсутність об'єктивних підстав для запровадження режиму інфляційного таргетування визначена необхідністю дотримання низки макроекономічних умов, від яких залежить успішність цього режиму. Серед них найбільш важливими є: 1) підтримання порівняно низьких темпів інфляції упродовж тривалого періоду до введення інфляційного таргетування; 2) забезпечення високого рівня фінансової стійкості банківської системи; 3) досягнення стабільних темпів економічного зростання; 4) активні заходи щодо подолання монополізму в економіці і відмова від адміністративного контролю цін; 5) перехід до нових технологічних укладів із збільшенням частки доданої вартості в структурі вітчизняного виробництва; 6) контроль державного боргу з метою за-

безпечення збалансованих доходів і витрат бюджету; 7) зменшення частки зовнішньоторговельного обороту у структурі ВВП; 8) підвищення конкурентних переваг національного виробництва на зовнішніх ринках; 9) зменшення рівня доларизації грошового обігу і банківських операцій.

Очевидно, що недотримання зазначених умов в Україні викликає серйозні сумніви щодо обґрунтованості і своєчасності рішення про доцільність переходу до режиму інфляційного таргетування, позаяк ефективність монетарного впливу центрального банку на економіку за таких обставин залишається низькою, що особливо проявилось себе в умовах воєнного стану. Водночас режим таргетування інфляції має низку недоліків, що визначають необхідність обережного підходу у його запровадженні, особливо в країнах із ринками, що розвиваються. Адже існує низка об'єктивних факторів, які вказують на те, що такий монетарний режим є далеко не найкращим вибором для України. Йдеться, зокрема, про такі вагомні контраргументи, як:

- 1) переважання серед причин інфляційних процесів інфляції витрат, а не попиту, що означає вплив на інфляцію факторів, які не контролює центральний банк, що може призвести до істотного відхилення фактичних інфляційних показників від запланованих і підірвати довіру до монетарної влади з боку суспільства, а серед чинників інфляційних процесів в Україні справді домінують фактори структурного характеру (насамперед, монополістичне ціноутворення, зростання собівартості, воєнні витрати та інші), які не залежать від вартості грошей в економіці;
- 2) істотне звуження можливостей досягнення інших стратегічних цілей монетарної політики, зокрема стимулювання економічного зростання і зайнятості через неможливість активного застосування

стимулів процентної і кредитної політики, оскільки НБУ намагається стримувати інфляцію через обмеження платоспроможного попиту і підняття вартості грошей для всіх економічних агентів;

- 3) зростання волатильності валютного курсу в умовах такої малої відкритої економіки, як в Україні, де обсяг зовнішньоторгового обороту зіставний з величиною ВВП і має місце хронічний дефіцит платіжного балансу, що призводить до зростання цін, макроекономічної і фінансової нестабільності, негативно впливає на динаміку внутрішнього виробництва;
- 4) існування тривалого часового лагу між заходами монетарного регулювання і досягненням кінцевого результату у вигляді зрушень у ціновій динаміці, що є особливо небезпечним в умовах загострення кризових явищ в економіці, коли необхідні оперативні й адекватні дії грошової влади у відповідь на зміни економічної кон'юнктури, особливо спричинені зовнішніми шоками, пов'язаними із війною;
- 5) обмеження надходження кредитних ресурсів для активізації виробництва і бізнес-процесів через необхідність коре-

гування цінової динаміки, що є прямим наслідком рестрикційних заходів монетарної політики НБУ, спрямованих на зв'язування "надлишкової", з точки зору регулятора, ліквідності.

Такі обставини цілком логічно вказують на передчасність і недоцільність запровадження режиму інфляційного таргетування з огляду на низку структурних та інституційних факторів розвитку вітчизняної економіки навіть у мирний період, не кажучи вже про ті дисбаланси у фінансовому та реальному секторах, виникнення яких уже пов'язано із запровадженням воєнного стану.

Другий важливий момент адекватного обрання цільових орієнтирів монетарної політики пов'язаний з негативним впливом режиму інфляційного таргетування на валютний курс. Адже як одну із головних умов переходу до цього режиму Національний банк висунув відмову від підтримання обмінного курсу. Тому в Україні дії НБУ щодо переходу у 2014–2015 рр. до відповідного режиму розпочалися передусім із відмови від контролю валютного курсу, що призвело лише до трикратної девальвації гривні (табл. 1).

Таблиця 1

**Розвиток інфляційних та девальваційних процесів в Україні\***

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Індекс споживчих цін, % до грудня попереднього року	124,9	143,3	112,4	113,7	109,8	104,1	105,0	110,0	126,6	105,1	110,4
Індекс цін виробників промислової продукції, % до грудня попереднього року	131,7	125,5	135,8	116,6	114,3	92,5	114,7	162,3	138,3	116,4	124,7
Темпи девальвації гривні відносно долара США, %	197,3	152,2	113,3	103,2	98,7	85,5	119,4	96,5	134,1	103,9	109,5
Офіційний курс гривні до долара США, встановлений Національним банком України, на кінець періоду, за 100 дол.	1576,86	2400,07	2719,09	2806,72	2768,83	2368,62	2827,46	2727,82	3656,86	3798,24	4202,95

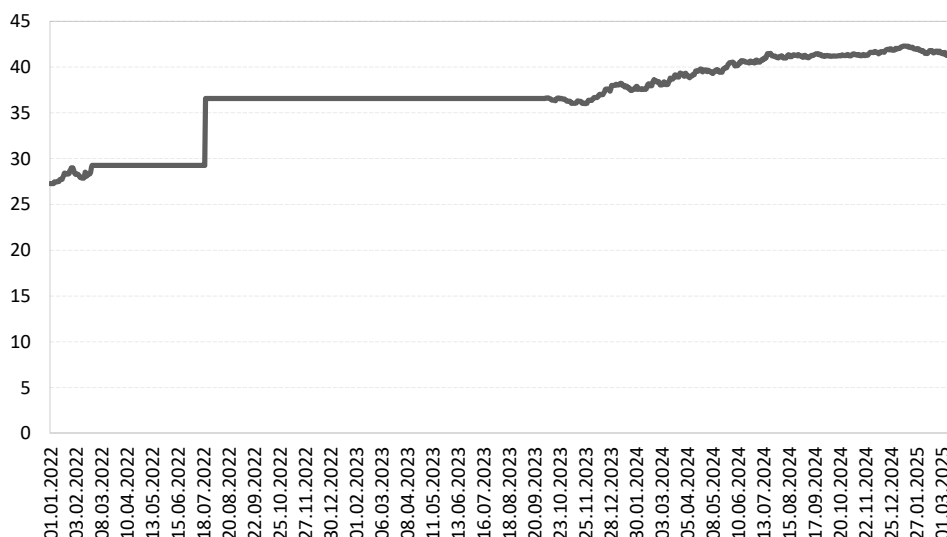
\*Складено на основі [19].

Вже у перші місяці 2015 р. після ухвалення відповідного рішення валютний курс на офіційному ринку сягнув 30 грн/дол., а на чорному ринку – 40 грн/дол. Це також зумовило сплеск інфляції (навесні 2015 р. інфляція у річному вимірі досягла 60%), а також мало результатом макроекономічну дестабілізацію у вигляді 20%-ного падіння ВВП та руйнівних наслідків для банківського сектору з відтоком депозитів, неповерненням кредитів та банкрутством багатьох банківських установ, адже їхні збитки становили 67 млрд грн у 2015 р. і 160 млрд грн у 2016 р., внаслідок чого понад 100 банків припинили свою діяльність. І хоча за офіційним поясненням регулятора, найвищий рівень інфляції та девальвації припав на 2014–2015 рр. через економічну кризу, воєнні дії та втрату частини територій, варто зазначити, що криза на валютному ринку була спричинена саме керівництвом НБУ після заяв, що центральний банк відповідає за інфляцію, а не за курс гривні. Було запущено деструктивні процеси дестабілізації внутрішнього ринку, економічного спа-

ду, багаторазової девальвації гривні та, як наслідок, руйнації половини банківського сектору країни.

Такий же механізм ухвалення рішень, пов'язаних із девальвацією, НБУ застосовує уже в умовах воєнного стану, безпідставно відпустивши курс гривні у вільне плавання, внаслідок чого національна валюта одразу девальвувала на 34% тільки за результатами 2022 р., тобто більш як на третину (рис. 1). Національний банк пояснював, що такий крок був потрібний для підвищення конкурентоспроможності українських виробників, зближення курсових умов для різних груп бізнесу та населення, а також підтримання стійкості економіки в умовах війни. Чи були досягнуті зазначені цілі? Динаміка подальшого економічного розвитку дає радше негативну відповідь на це запитання.

Отже, виникає логічне питання: наскільки взагалі було доцільно і правильно переходити до вільного курсоутворення національної валюти в економічно несприятливий період та у ситуації невиконання низки початкових умов, необхідних



**Рис. 1. Динаміка офіційного курсу гривні, доларів США за 1 гривню\***

\*Побудовано на основі [19].

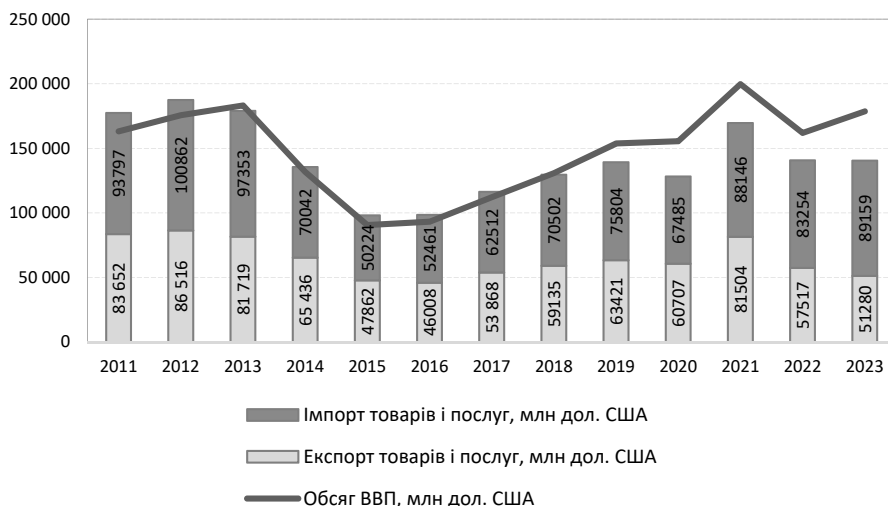


для запровадження режиму інфляційного таргетування? Адже сама структура малої відкритої сировинної економіки, якою і є економіка України, об'єктивно визначає домінуючий вплив на цінову динаміку саме валютного курсу, оскільки подальше розгортання інфляційних процесів стало безпосереднім наслідком девальвації національної валюти та адміністративного підвищення цін.

У цьому контексті потрібно розуміти одну фундаментальну відмінність нашої економіки, порівняно із розвинутими країнами, де економіка орієнтована переважно на національний ринок і внутрішнє споживання, а частка зовнішньоторгового обороту у ВВП є порівняно невисокою, тому вони можуть дозволити собі абстрагуватися від динаміки обмінного курсу і орієнтуватися переважно на темпи інфляції й економічного зростання. Принципово ж інша ситуація має місце в Україні з її високим рівнем відкритості національного господарства, за якого зовнішньоторговий оборот (експорт плюс імпорт) є зіставним із обсягом ВВП країни, тобто при 160 млрд дол. ВВП у 2023 р. зо-

внішньоторговий оборот становив понад 140 млрд дол., а в деякі роки за останній період цей оборот навіть перевищував ВВП (рис. 2). Це означає, що наша економіка є надзвичайно вразливою до зовнішніх шоків і безпосередньо залежить від кон'юнктури світових ринків та коливання обмінного курсу гривні. За подібних обставин цілком очевидною є відповідь на питання, чи можна було у таких макроекономічних умовах відпускати курс у вільне плавання.

Саме така структура національної економіки визначає переважання експортно-орієнтованого виробництва та домінування у внутрішньому споживанні імпорту, що зумовлює залежність рівня внутрішніх цін, макроекономічної динаміки і фінансової стабільності в країні від волатильності обмінного курсу національної валюти та доступу до зовнішніх запозичень або допомоги міжнародних фінансових організацій, позаяк імпорт товарів і послуг увесь час перевищує експорт. Так, дефіцит поточного рахунку платіжного балансу у 2023 р. становив 9,6 млрд дол., а приплив капіталу за фінансовим рахунком (тобто чисте запози-



**Рис. 2. Співвідношення ВВП та зовнішньоторгового обороту України\***

\*Побудовано на основі [19].

чення) – 18,9 млрд дол. (рис. 3). Негативне сальдо платіжного балансу як індикатор низької стійкості економіки до зовнішніх шоків вказує на залежність внутрішньо-економічної динаміки, пов'язаної передусім зі зростанням цін, від динаміки обмінного курсу, котрий Національний банк України, керуючись хибними уявленнями про цільові орієнтири монетарної політики, відпустив у вільне плавання.

Результатом такої нераціональної і непродуктивної зовнішньоекономічної діяльності, що впливає із структури української економіки, є хронічний дефіцит рахунку поточних операцій платіжного балансу, що призводить до швидкого збільшення зовнішніх запозичень з усіма наслідками щодо тиску на валютний курс і фінансову стабільність в Україні. Водночас висока вартість кредитів на внутрішньому грошовому ринку протидіє покращенню зовнішньоторговельного сальдо, оскільки

обмежує доступність позичкових коштів для виробників, які могли б конкурувати з імпортом чи працювати на експорт.

Свою чергою, наростання залежності від зовнішніх запозичень в умовах хронічного спаду національного виробництва і відсутності джерел для акумулювання внутрішніх ресурсів, призначених для активізації економічного зростання, має своїм наслідком значні обсяги зовнішнього боргу, обслуговування якого лягає важким тягарем на бюджет та постійно загрожує підривом макроекономічної стабільності. Зокрема, обсяг валового зовнішнього боргу України на початок 2024 р. збільшився на 30,6 млрд дол. США та становив 161,5 млрд дол. США або 90% відносно ВВП країни (рис. 4).

Не слід також забувати, що збереження валютної стабільності в країні нині можливе лише за умови ритмічного надходження зовнішньої допомоги. Постійний дефіцит

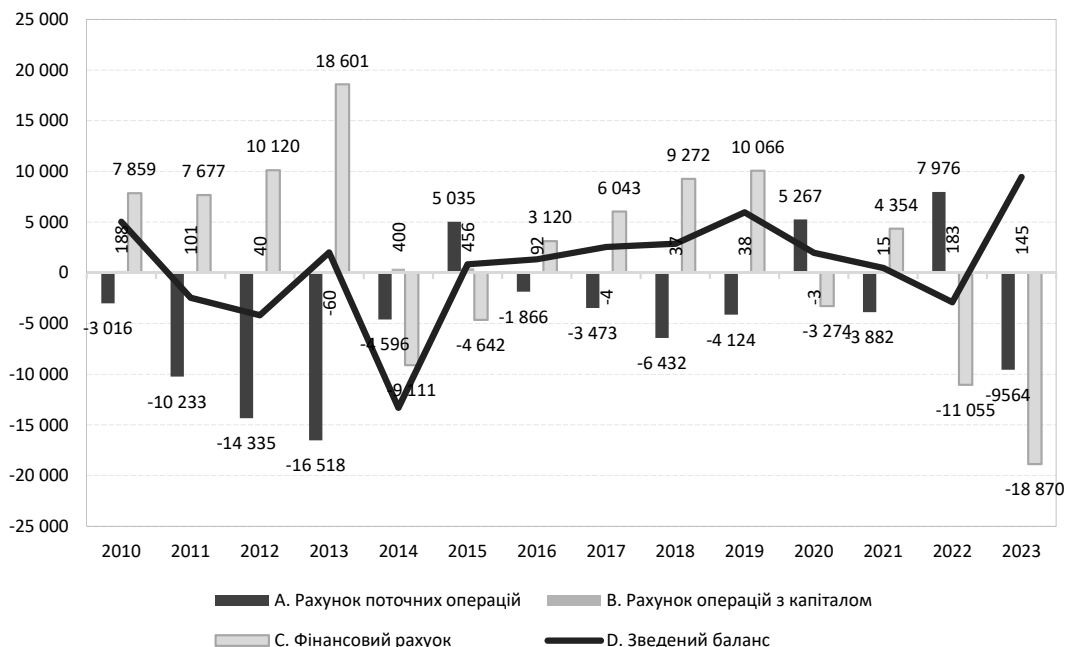
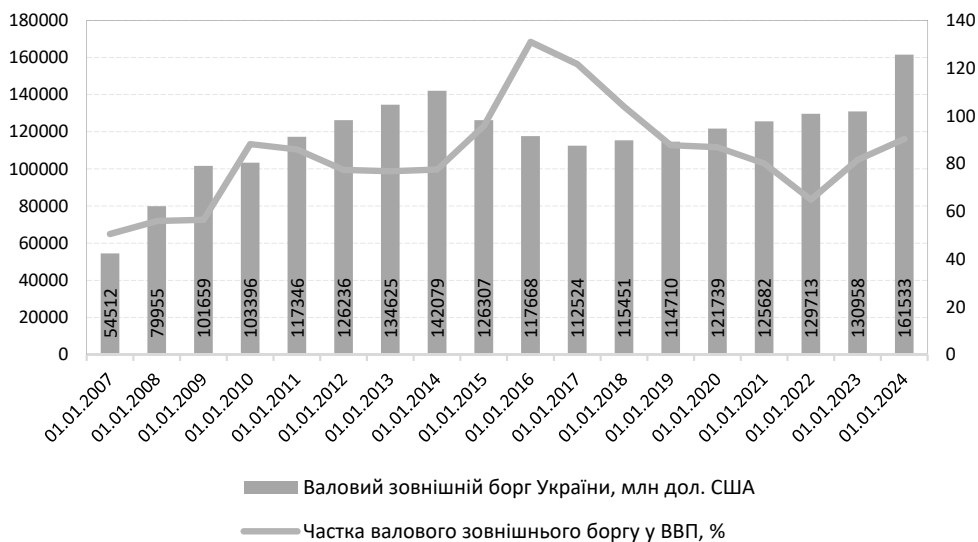


Рис. 3. Динаміка сальдо платіжного балансу України, млн дол. США\*

\*Побудовано на основі [19].



**Рис. 4. Динаміка валового зовнішнього боргу України\***

\*Побудовано на основі [19].

поточного рахунку платіжного балансу та зростання валової зовнішньої заборгованості негативним чином відображається на макрофінансовій стабільності України, змушуючи до постійного пошуку нових джерел запозичень та виявляючи девальваційний тиск на курс національної валюти. Тому, щоб уникнути різкої девальвації гривні в умовах запровадженого ним вільного плавання валютного курсу, Національний банк змушений вдаватися до постійного продажу іноземної валюти на міжбанківському валютному ринку зі своїх міжнародних резервів, що призвело до різкого збільшення від'ємного балансу валютних інтервенцій за останній період, тобто валютні інтервенції були спрямовані в один бік (рис. 5).

Отже, вибудовується доволі дивний механізм реалізації монетарної політики: Національний банк України задля реалізації режиму інфляційного таргетування відпускає обмінний курс національної валюти у вільне плавання, що внаслідок від'ємного сальдо платіжного балансу, зростання ризиків, зумовлених воєнним станом, і значного пере-

вищення попиту на іноземну валюту над пропозицією неминуче призводить до значної девальвації гривні, що, своєю чергою, ще більше розкручує маховик інфляційної спіралі через значну частку імпорту у структурі внутрішнього споживання. Далі, щоб не допустити подальшого розгортання неконтрольованої інфляції, регулятор намагається стабілізувати обмінний курс через витрачання значних обсягів міжнародних резервів на проведення інтервенцій на валютному ринку. Однак з урахуванням динаміки наростання валового зовнішнього боргу та зовнішньої допомоги як головного джерела поповнення цих резервів на практиці відбувається, по суті, "спалення" важливого стабілізаційного ресурсу для ліквідації негативних тенденцій внутрішнього валютного ринку, породжених не в останню чергу рішеннями регулятора.

Отже, якщо врахувати, що джерелом міжнародних валютних резервів НБУ є іноземна допомога, то валютна стабільність в країні, по суті, утримується виключно завдяки надходженням від зарубіжних донорів, а не ефекту високих процентних ставок, як про це

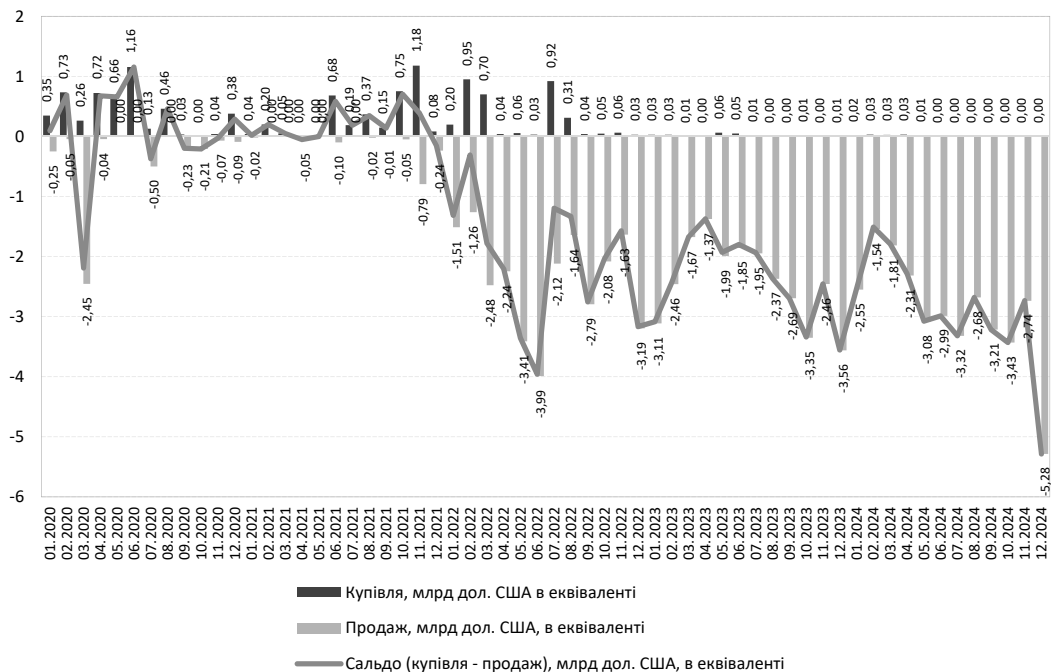


Рис. 5. Валютні інтервенції Національного банку України\*

\*Побудовано на основі [19].

стверджує регулятор, обґрунтовуючи потребу тримати процентні ставки на високому рівні. Якщо ж Національний банк України припинить продавати на ринку валюту, отриману від зовнішніх донорів, в країні одразу відбудеться швидка та глибока девальвація гривні.

Із цього можна зробити висновок, що насправді грошово-кредитна політика НБУ мала б бути зосереджена на забезпеченні стабільності обмінного курсу національної валюти як стратегічної цілі монетарного регулювання, що сприяло б реалізації двох основних тактичних завдань: з одного боку, стабільність валютного курсу як ключового економічного індикатора і “номінального якоря” монетарної політики визначала б чіткий сигнал для суб’єктів ринку з приводу мінімізації їхніх інфляційних очікувань та зниження ризиків ведення бізнесу, пов’язаного із експортними чи імпортними операціями; а з другого боку, обмеження курсових коливань

істотно звузило б можливості отримання комерційними банками доходів спекулятивного характеру на валютному ринку, що мало б результатом спрямування коштів на збільшення кредитування реального сектору.

І третій важливий аспект вибору цільових орієнтирів монетарної політики стосується негативного впливу інфляційного таргетування саме на кредитування реального сектору. Адже відмова від політики валютно-курсової стабільності і використання як головного інструменту монетарного регулювання процентних ставок, окрім дестабілізації валютного ринку, виявила ще вкрай негативний ефект на кредитний ринок країни (табл. 2). Регулятор вважає процентні ставки своїм головним інструментом у процесі стримування інфляції, однак їхня динаміка суттєво ускладнює доступ до фінансування для бізнесу і домогосподарств, створюючи передумови для стагнації економіки.

Таблиця 2

**Динаміка процентних ставок за банківськими кредитами і темпів інфляції\***

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Темпи зростання споживчих цін, %	4,6	-0,2	0,5	24,9	43,3	12,4	13,7	9,8	4,1	5,0	10,0	26,6	5,1	12,0
Темпи зростання цін виробників промислової продукції, %	14,1	0,4	1,7	31,7	25,5	35,8	16,6	14,3	-7,5	14,7	62,3	38,3	16,4	27,7
Облікова ставка НБУ, %	7,75	7,5	6,5	14,0	22	14	14,5	18,0	13,5	8,0	9,0	25,0	15,0	13,5
Середньозважена ставка за всіма інструментами рефінансування НБУ, %	12,4	8,1	7,2	15,6	25,2	17,4	16,1	19,2	18,4	7,9	7,7	19,8	26,1	16,2
Процентні ставки за кредитами банків підприємствам у національній валюті, %	14,7	17,3	15,2	16,7	21,4	17,7	15,1	18,1	18,0	11,1	9,7	16,5	19,4	16,1

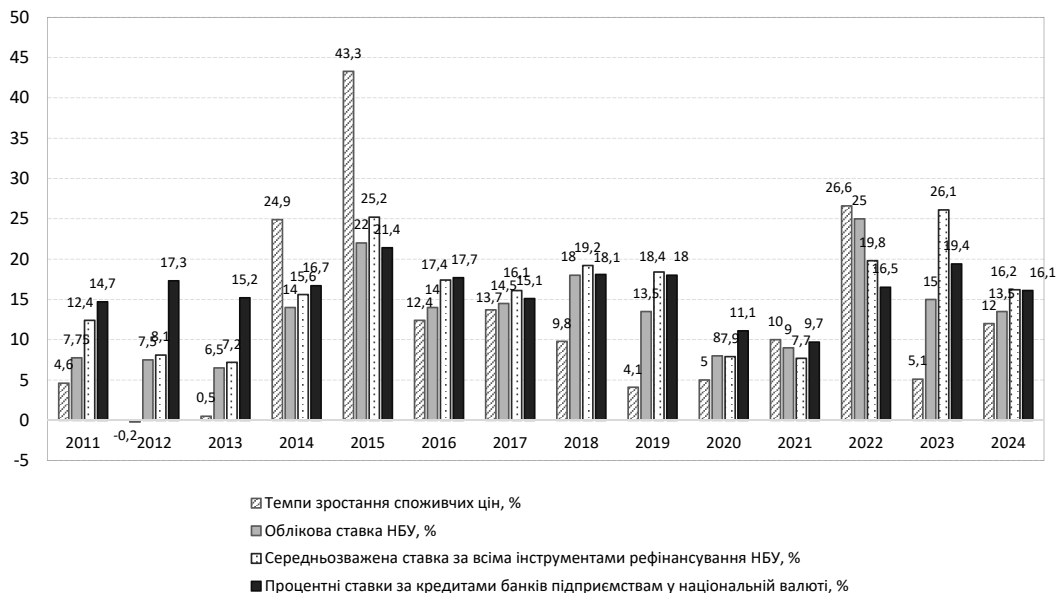
\*Побудовано на основі [19].

Як свідчать дані табл. 2, за аналізований проміжок часу розмір облікової ставки НБУ, ставок за кредитами рефінансування та процентних ставок за банківськими кредитами в окремі періоди суттєво перевищували темпи інфляції, роблячи недосяжними кредити банків для значної частини промислових підприємств із невисоким рівнем рентабельності. Національний банк стверджує, що ключова процентна ставка є невисокою, якщо брати до уваги не фактичну інфляцію, а прогнозу. Однак, слід нагадати, що інфляційні прогнози НБУ у цей період мали похибку до 300% [13], а високий розрив між інфляцією споживчих цін та цін виробників вказує на істотні структурні дисбаланси, притаманні вітчизняній економіці. НБУ також наполягає, що висока процентна ставка потрібна для зацікавлення інвесторів до утримання коштів у гривневих активах. Однак тоді не зовсім зрозуміло, яких інвесторів може зацікавити процентна ставка, яка базується не на прибутковості реального сектору.

В умовах воєнного стану НБУ різко підвищив свою облікову ставку одразу на 15 процентних пунктів ще у червні 2022 р. і з тих пір вона перебуває на реально позитивному рівні вже понад два роки, що є одним із найтриваліших у світі періодів ре-

лізації жорсткої монетарної політики та кредитних рестрикцій (рис. 6). Мотивація таких рішень регулятора щодо процентної політики визначається доволі чіткою кореляцією між інфляцією і процентними ставками на грошовому ринку, коли у період значних інфляційних сплесків ставки різко зростають, тобто зміни облікової ставки НБУ переважно відбуваються як реакція на інфляційні стрибки, хоча в окремі періоди можна спостерігати і певний часовий лаг монетарної реакції, тобто запізнення реагування відповідних інструментів грошово-кредитної політики на інфляційні тенденції. Попри це, саме підвищення процентних ставок, а не стабілізацію обмінного курсу гривні Національний банк України на сьогодні вважає головним засобом стримування інфляції.

Утім навіть у періоди відносно низької інфляції кредитні ставки залишалися достатньо високими, а з початком повномасштабної війни, по суті, можна спостерігати вже новий цикл підвищення кредитних ставок комерційних банків. До цих проблем потрібно ще додати неоптимальність трансмісійного механізму монетарної політики, адже зміни облікової ставки НБУ не повністю й не одразу транслюються в зміни ставок за кредитами комерційних банків і вартість ресурсів на грошовому ринку зага-



**Рис. 6. Динаміка процентних ставок за банківськими кредитами і темпів інфляції\***

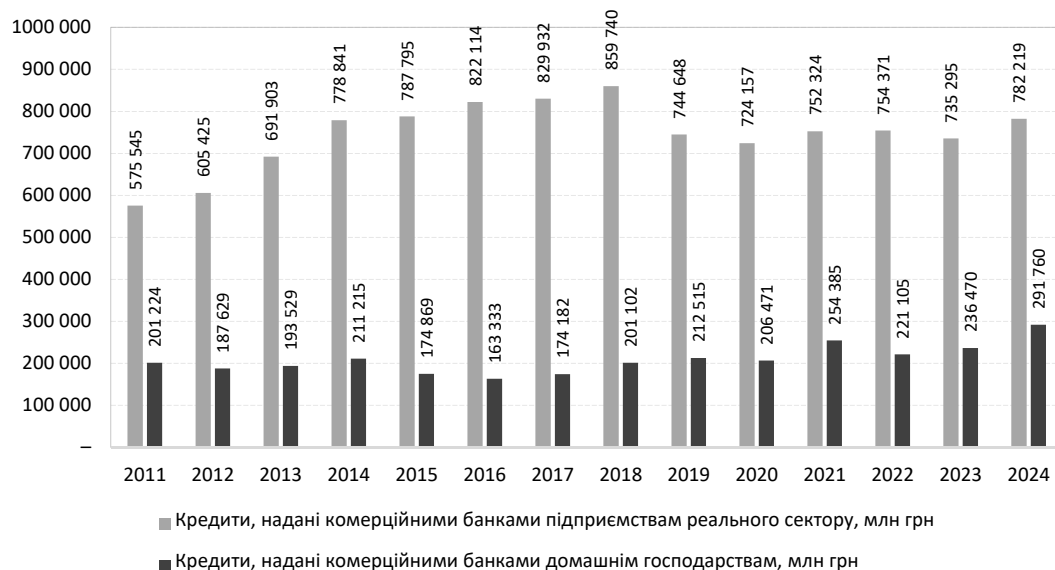
\*Побудовано на основі [19].

лом. Крім того, обсяги кредитування зростають повільніше за інфляцію, що свідчить про фактичне звуження кредитного ринку в реальному вимірі.

Нині процентні ставки НБУ перебувають на рівні, вищому за показники інфляційної динаміки, що призводить до виникнення додаткових збитків у позичальників кредитних коштів. Адже політика високих реальних процентних ставок обмежує відновлення економіки. Вартість кредитних ресурсів для бізнесу зросла до майже 20% річних. Однак високі кредитні ставки обмежують інвестиційний потенціал економіки навіть у періоди відносної стабільності, не кажучи вже про умови воєнного стану. Отже, помилкові дії НБУ щодо регулювання процентних ставок спричинюють не лише монетарний шок, а й масштабні збитки для всієї економіки. Внаслідок такої процентної політики на кредитному ринку України має місце стагнація вже котрий рік поспіль (рис. 7). Водночас звуження ринку кредит-

них ресурсів унаслідок високих процентних ставок є особливо відчутним для реального сектору економіки, оскільки у бізнесу немає можливостей для застосування інших альтернативних форм залучення додаткових грошових коштів, такі як фондовий ринок чи венчурне фінансування.

Варто зазначити, що ще до початку широкомасштабної війни можливості отримання банківського кредиту для підприємств відзначалися високим рівнем складності, що було обумовлено такими факторами, як: значний рівень дорожнечі банківського кредиту, коли процентні і комісійні платежі могли поглинути весь прибуток підприємства; реалізація обережної кредитної політики комерційних банків і небажання ризикувати неповерненням кредиту в умовах невизначеності; завищені вимоги банків до підприємств щодо неадекватного розміру застави, що доволі часто набагато перевищувала суму заявленого кредиту. Як наслідок, упродовж останнього десятиліття



**Рис. 7. Кредити, надані комерційними банками\***

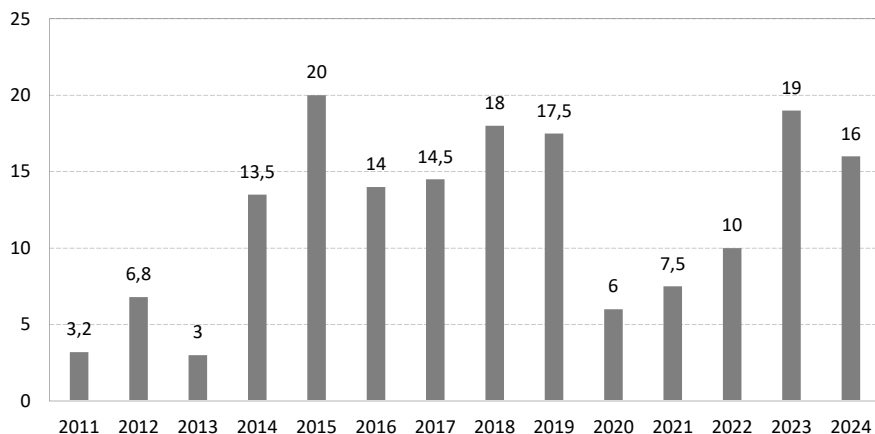
\*Побудовано на основі [19].

масштаби кредитної підтримки реального сектору економіки суттєво знизилися, що не могло не відобразитися на динаміці виробництва, обсягах валового внутрішнього продукту та добробуті суспільства загалом. За деякими оцінками, сьогодні в країні майже 90% бізнесу працює без залучення кредитних ресурсів.

Проте, окрім нераціональної процентної політики НБУ, потрібно згадати ще один фактор низької динаміки кредитування банками реального сектору. Річ у тім, що НБУ запропонував декілька альтернативних напрямів інвестування комерційними банками кредитних ресурсів, що породжує ефект витіснення. Так, депозитні сертифікати НБУ за останній період стали безризиковою альтернативою до банківського кредитування реального сектору, що призвело до звуження міжбанківського кредитного ринку та припинення більшості кредитних програм комерційних банків. Водночас ставки за депозитними сертифікатами тісно корелюють з обліковою ставкою НБУ (рис. 8).

Саме підвищення ставок за цими сертифікатами призвело до згубної дії ефекту витіснення приватних інвестицій та суттєво вплинуло на мотивацію комерційних банків щодо кредитування реального сектору економіки. Унаслідок встановлення високих процентних ставок за депозитними сертифікатами, які гарантують банкам фактично безризикові інвестиції з високою нормою дохідності НБУ, по суті, нівелював функції банківської системи як фінансового посередника. Тобто усі вільні кошти банки вкладають у депозитні сертифікати НБУ та отримують гарантований дохід. Це паралізує усю іншу їхню фінансову активність, бо навіщо кредитувати підприємства чи населення та ризикувати, коли можна отримувати надприбутки, нічим не ризикуючи та не несучи ніяких витрат щодо формування кредитного портфеля?

Аналогічним чином посилення ефекту витіснення, тобто заміщення кредитування приватного сектору державними запозиченнями, відбувалося також унаслідок під-

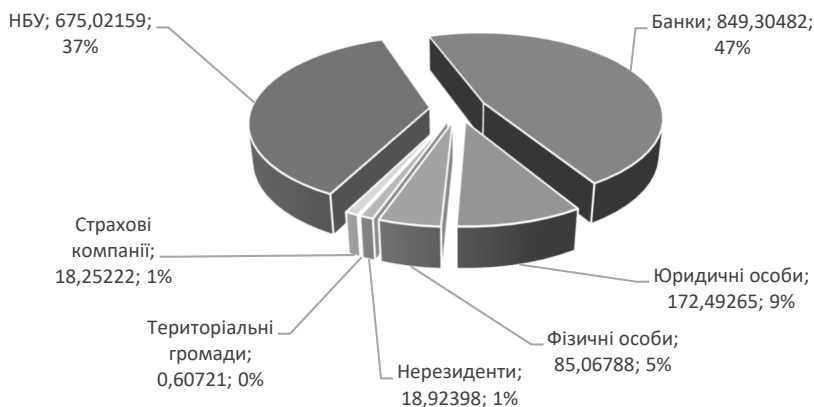


**Рис. 8. Процентні ставки за депозитними сертифікатами НБУ, %\***

\*Побудовано на основі [19].

вищення дохідності та збільшення обсягів операцій комерційних банків з ОВДП. На практиці можна вважати, що банківська система за останній період значною мірою переорієнтувалася із кредитування реального сектору на придбання низькоризикових і високодохідних боргових цінних паперів держави (ОВДП) або ж депозитних сертифікатів НБУ. У результаті таких тенденцій на фінансовому ринку на сьогодні саме банківський сектор володіє лівовою часткою випущених в обіг ОВДП – 84% (рис. 9).

Домінування НБУ та комерційних банків у структурі власності ОВДП є результатом проведення Національним банком рестрикційної монетарної політики, заснованої на підвищенні облікової ставки та встановленні надвисокої прибутковості за депозитними сертифікатами і ОВДП. Це створювало об'єктивні передумови для обмеження кредитної активності комерційних банків у реальному секторі з огляду на можливість вкладення їх власних ресурсів у фактично безризикові активи у вигляді цінних папе-



**Рис. 9. Структура власності ОВДП, що перебувають в обігу станом на 1.05.2025 р., млрд грн\***

\*Побудовано на основі [19].



рів НБУ чи держави. Інакше кажучи цільові орієнтири поточної процентної політики регулятора стали основою для використання ним своїх монетарних інструментів для здійснення квазіфіскальних операцій.

Результатом реалізації такої монетарної політики НБУ та кредитної політики комерційних банків стала спотворена структура активів банківської системи, що підриває фундаментальні властивості кредиту і кредитних відносин в економіці [14]. Адже частка кредитного портфеля у вигляді наданих суб'єктам господарювання і фізичним особам кредитів становить лише близько четвертої частини від загального обсягу активів банків – 17,2% та 6,5% відповідно, тобто банки віддають перевагу безризиковим активам (ОВДП), а не кредитуванню реального сектору (рис. 10). Водночас за останній період можна спостерігати негативну динаміку частки кредитного портфеля у структурі активів банків. Кредити суб'єктам господарювання скоротилися з 26,3% наприкінці

2021 р. до 17,2% наприкінці 2024 р., а частка кредитів фізичним особам за цей же період знизилася з майже 10% до 6,5%.

Кошти банків, інвестовані у депозитні сертифікати НБУ (16,0%), розміщені на рахунках в НБУ та інших банках (20,4%), а також вкладені у державні цінні папери (27,9%), сумарно становлять на сьогодні аж 64,3%, тобто дві третини загального портфеля активів банківського сектору, що може свідчити про зведення нанівець фундаментальної функції банків щодо організації кредитних відносин через трансформування заощаджень у інвестиції. Інакше кажучи, за такого надмірного обсягу вкладень у ОВДП та депозитні сертифікати НБУ комерційні банки знижують ризик, але водночас обмежують кредитування реального сектору. Не слід також забувати, що в умовах воєнного стану надмірно висока концентрація ОВДП у банківському секторі несе також потенційний високий ризик для макрофінансової стабільності.

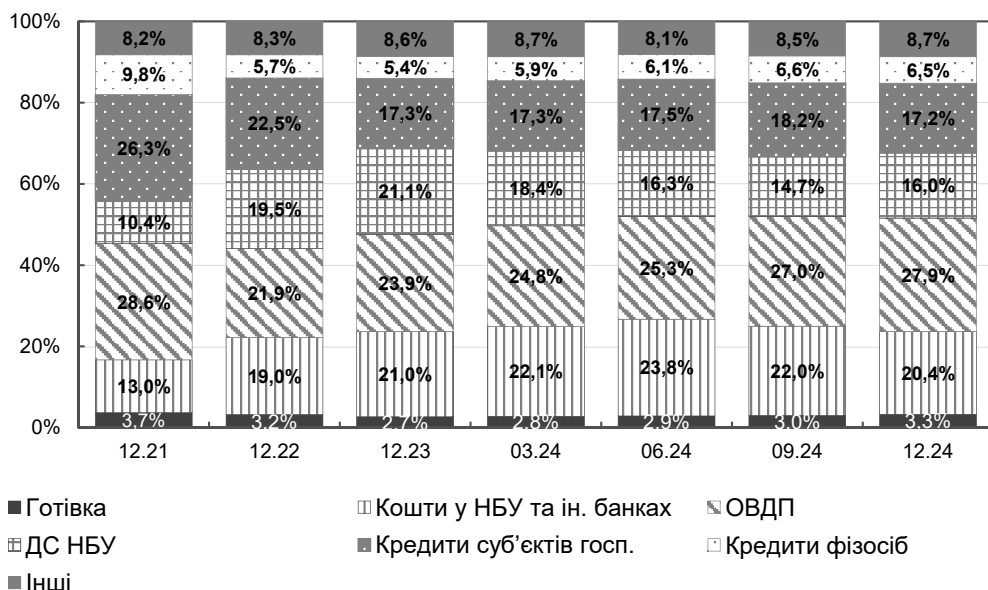
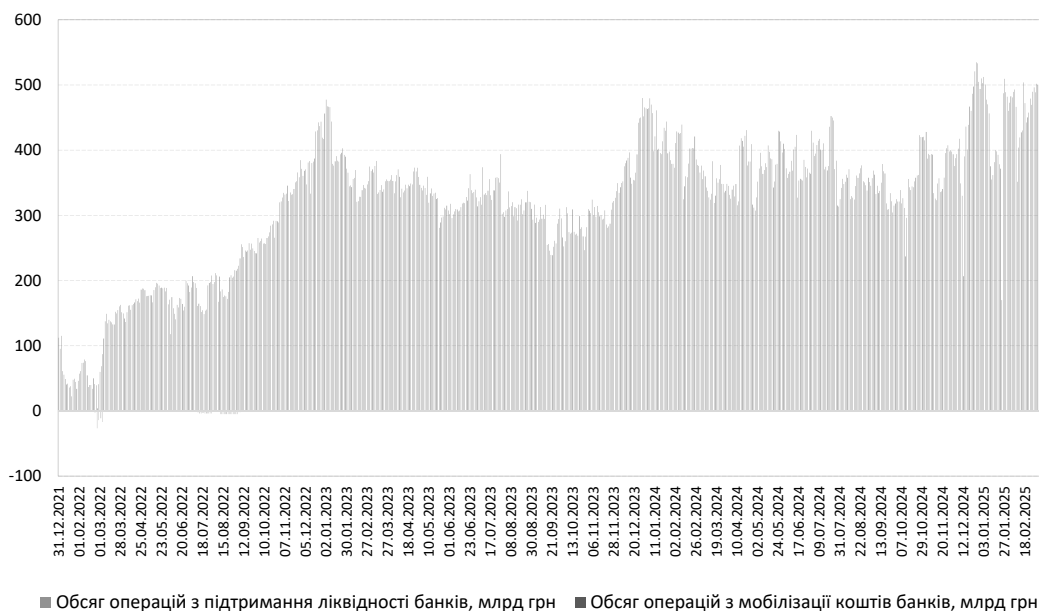


Рис. 10. Структура активів комерційних банків України\*

\*Побудовано на основі [19].

Залучаючи кошти в суб'єктів ринку, банківська система не видає кредити тим підприємствам чи галузям економіки, які їх потребують, а розміщує відповідні ресурси на депозитних сертифікатах, тим самим накопичуючи значні суми надлишкової ліквідності. Як наслідок, на сьогодні комерційні банки зберігають на кореспондентських рахунках та в депозитних сертифікатах НБУ майже пів трильйона гривень. Інакше кажучи, попри складну ситуацію в економіці, яку спровокувала війна, обсяги надлишкової ліквідності банківського сектору лише зростають. А це означає, що у комерційних банків відсутні як стимули активно залучати депозити, так і відповідно спрямовувати їх на кредитування економіки (рис. 11). Як свідчать дані рис. 11, обсяг операцій з мобілізації коштів банків значно переважає операції з підтримки ліквідності. А з 2022 р. банківська система взагалі перейшла до структурного профіциту ліквідності.

Склалася парадоксальна ситуація, коли держава конче потребує грошей на виплати військовим, виробництво зброї, відновлення енергетики та інфраструктури, інші нагальні потреби, комерційні банки, володіючи значними обсягами вільної ліквідності, замість спрямування їх на розвиток реального сектору, розміщують ці кошти на депозитних рахунках в НБУ. Як наслідок, попри стагнацію банківського кредитування реального сектору частка коштів комерційних банків на рахунках у Національному банку, а також у ОВДП планомірно зростала. Тому потрібно розуміти, що головна тенденція кредитної діяльності банків за останній період означає, по суті, втрату банківською системою України здатності виконувати свої функції як фінансового посередника саме з огляду на низьку привабливість кредитних операцій та наявність альтернативних напрямів для інвестування банківських грошових ресурсів.



**Рис. 11. Обсяг операцій з регулювання ліквідності комерційних банків\***

\*Побудовано на основі [19].

Водночас вкладення банками коштів у високодохідні та безризикові активи дало змогу їм забезпечувати собі упродовж останнього періоду доволі високий рівень прибутковості власної діяльності. Аналіз відповідних даних дає можливість простежити, як порівняно швидко зростали показники прибутковості банківської діяльності за останні кілька років – із практично мінусових значень цих показників на початку війни до надприбутків у 2025 р. (рис. 12).

Якщо на початку 2022 р. рентабельність капіталу комерційних банків була 9,47%, а рентабельність активів – 1,11%, то уже на початку 2024 р. ці показники становили 66% і 7%. А на початку 2025 р. рентабельність капіталу становила 50,23%, а рентабельність активів – 5,75%. Починаючи з 2023 р., коли Національний банк України почав активно впроваджувати свої інструменти управління ліквідністю у практику діяльності комерційних банків, їхня прибутковість різко зросла.

Варто зазначити, що унаслідок такої політики НБУ чистий прибуток комерційних банків мав тенденцію до зростання навіть в умовах повномасштабної війни. Якщо у 2022 р. він становив лише 22 млрд грн, то у 2023 р. зріс до 83 млрд, а у 2024 році сягнув уже 103 млрд. Тобто, від початку війни у 2022 р. прибуток банків зріс майже у 5 разів (табл. 3).

Ще до початку повномасштабної війни, у 2021 р., НБУ виплатив банкам 10,6 млрд грн процентів за депозитними сертифікатами. Проте вже наступного року ця сума зросла майже у чотири рази – до 40,8 млрд грн. 2023 р. ознаменувався ще більшим зростанням – навіть з урахуванням зниження облікової ставки, витрати за депозитними сертифікатами сягнули 91,6 млрд грн, про що свідчать дані консолідованого фінансового звіту НБУ. Втрутитися у ситуацію довелося Верховній Раді України, яка ухвалила закон про нарахування заднім числом банкам 50% податку

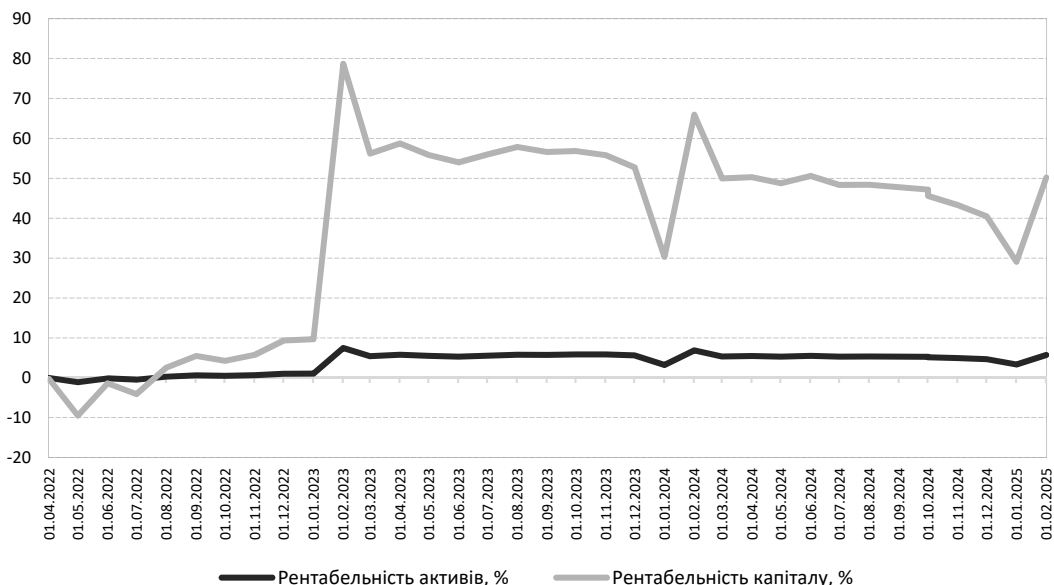


Рис. 12. Динаміка показників рентабельності комерційних банків\*

\*Побудовано на основі [19].

Доходи і витрати банків України, млн грн\*

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Доходи	210 201	199 193	190 691	178 054	204 554	243 102	250 171	273 863	357 549	446 737	507 301
Витрати	263 167	265 793	350 078	204 545	182 215	184 746	210 445	196 488	335 628	363 699	403 598
Чистий прибуток	-52 966	-66 600	-159 388	-26 491	22 339	58 356	39 727	77 376	21 921	83 039	103 703

\*Побудовано на основі [19].

на прибуток. У 2024 р. сума процентних витрат НБУ за депозитними сертифікатами становила 81,4 млрд гривень.

Водночас потрібно розуміти, які наслідки такої цільової орієнтації монетарної політики НБУ мали для Державного бюджету України: за результатами першого року повномасштабної війни Національний банк перерахував до бюджету майже 72 млрд грн, а у 2023 р. ця сума скоротилася вдвічі – до 38,6 млрд грн. Парадоксальність нинішньої ситуації пов'язана з тим, що зменшення сум цього прибутку якраз і є результатом надвисоких процентних ставок, котрі Національний банк сплачує власникам випущених ним же депозитних

сертифікатів, тобто комерційним банкам. Механізм розгортання такої динаміки можна пояснити на прикладі схеми, яка демонструє, що між НБУ, комерційними банками та Міністерством фінансів існує замкнений цикл руху коштів (рис. 13).

Щороку Міністерство фінансів сплачує Національному банку проценти за придбаними ОВДП, які містяться у портфелі НБУ. Ця сума майже автоматично повертається у бюджет, оскільки Національний банк за законом має свій прибуток віддавати державі. Але тут НБУ запропонував банківському сектору цікавий механізм роботи з депозитними сертифікатами – і тепер майже всю суму отриманих від Міністерства фінансів

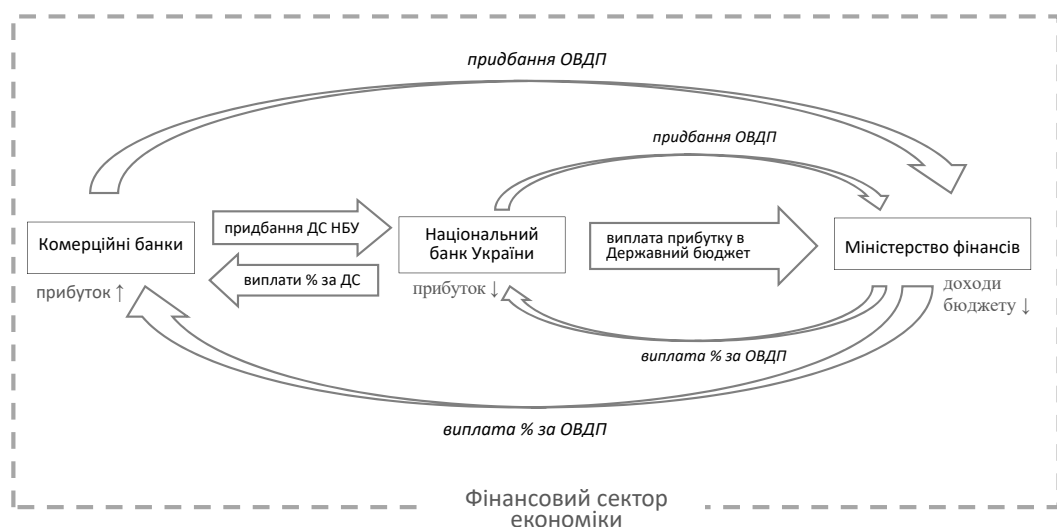


Рис. 13. Схема роботи НБУ у взаємодії з комерційними банками і урядом в процесі розміщення депозитних сертифікатів і ОВДП\*

\*Побудовано автором.

доходів НБУ віддає комерційним банкам як проценти за депозитними сертифікатами. Таким чином, прибутки комерційних банків обертаються збитками для держави, поза-як з державного бюджету до Національного банку перераховуються значно більші суми, ніж у зворотному напрямку, тоді як значні суми отримують комерційні банки ще і за депозитними сертифікатами НБУ. Крім того, основні доходи НБУ формуються з ОВДП, ставка яких відповідає обліковій ставці НБУ (нині це 15,5% річних). Рух грошей за такою схемою означає, що вони не залишають фінансовий сектор, а генерують прибутки для банківської системи за рахунок коштів платників податків. У реальний же сектор, де гроші найбільш необхідні, вони не потрапляють, а державний бюджет втрачає двічі: з одного боку, збільшення бюджетних витрат унаслідок зростання платежів на обслуговування державного боргу за випущеними ОВДП через високу облікову ставку, встановлену НБУ, а з іншого, недоотримання надходжень до бюджету внаслідок скорочення прибутку НБУ, котрий перетікає до комерційних банків у вигляді сум, виплачених за депозитними сертифікатами, даючи їм змогу отримувати надприбутки за рахунок держави.

У результаті такої схеми банківська система за результатами трьох років повномасштабної війни продемонструвала феноменальні досягнення – у той час, коли інші галузі економіки зазнають збитків або відчують величезні труднощі із підтриманням бодай мінімального рівня рентабельності, комерційні банки отримують надприбутки передусім завдяки сприятливій для них процентній політиці регулятора. Однак така монетарна політика НБУ суперечить уже завданням фіскальної політики уряду щодо акумуляції бюджетних ресурсів і їхнього оптимального витрачання, адже внаслідок високих процентних ставок зростають про-

центні виплати з бюджету за державними борговими зобов'язаннями, що лише додатково обтяжує і без того зростаючий за останній період обсяг державного боргу, який уже перевищив 7 трлн грн. Унаслідок цього маємо замкнене коло перетікання державних бюджетних ресурсів через Національний банк до комерційних банків, що їх в подальшому утримують на рахунках в тому ж НБУ без надходження через кредити на потреби розвитку економіки у реальний сектор і спричиняють величезні втрати для державного бюджету. Тому конкретні дії регулятора щодо визначення цільових орієнтирів монетарної політики мають прямо протилежні до очікуваних наслідки для фінансового сектору та вкрай негативні результати для економіки загалом (рис. 14).

Рис. 14 наглядно демонструє, чому неправильна розстановка пріоритетів у виборі цільових орієнтирів монетарної політики не дає належних результатів, що є особливо болісним для економіки періоду воєнного стану, адже надмірна волатильність валютного курсу і зростання процентних ставок як засоби, обрані для досягнення бажаного інфляційного таргета, на практиці спричинили дещо інші наслідки. Водночас інфляція, маючи першоосновою немонетарні чинники, продовжує зростати, породжуючи макрофінансову нестабільність, високі кредитні ставки посилюють ефект витіснення та залишаються ключовим обмеженням для інвестиційних процесів і економічного зростання, а зниження перерахувань від НБУ до бюджету створює додатковий борговий тиск на державні фінанси.

**Висновки.** В умовах воєнного стану головним цільовим орієнтиром монетарної політики має бути спрямування грошових ресурсів із фінансового сектору у реальний сектор економіки задля забезпечення довготривалого виробничого зростання (з урахуванням потреб оборони), обмеження рівнів

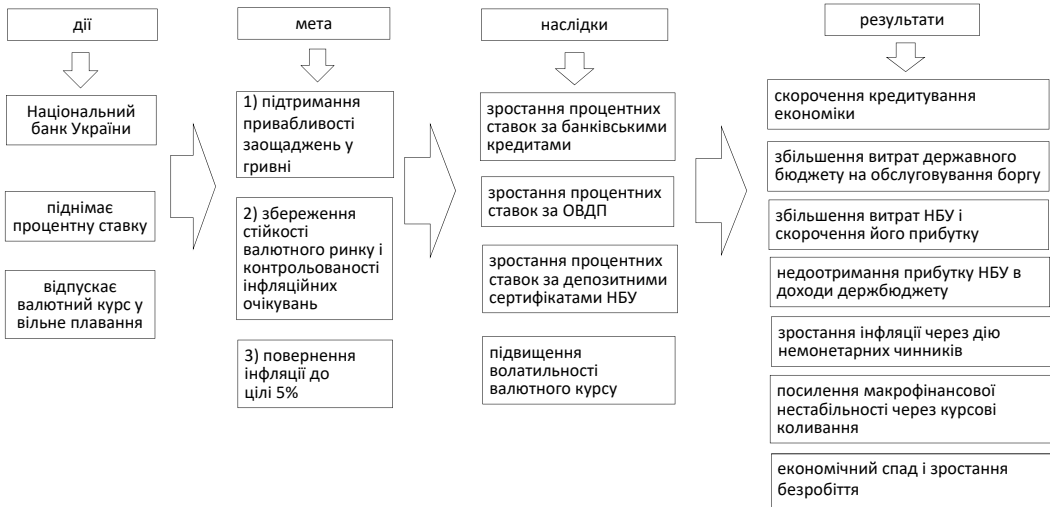


Рис. 14. Реалізація монетарної політики в Україні\*

\*Побудовано автором.

безробіття та інфляції, а також сприяння технологічному розвитку національного господарства задля збереження його конкурентних позицій у глобальному економічному просторі. Головним завданням при цьому має виступати пом'якшення рестрикційної орієнтації монетарної політики, яка має визначатися необхідністю сприяння економічному зростанню і ґрунтуватися на таких адаптивних механізмах, використання яких спроможне було б найбільшою мірою забезпечувати адекватну реакцію центрального банку на ті шоки для економіки, які пов'язані із війною. Всебічний аналіз поточної ситуації щодо обрання цільових орієнтирів монетарної політики Національним банком України дає змогу зробити наступні висновки:

1. Національний банк обрав монетарний режим інфляційного таргетування, який зводиться до формування низьких темпів інфляції і передбачуваного рівня процентних ставок, однак грошово-кредитна політика не спроможна стати драйвером економічного зростання, адже підпорядкування усіх інструментів монетарного регулювання єдиному завданню вступає в протиріччя із

необхідністю нарощування грошової маси в економіці з метою стимулювання сукупного попиту та кредитних вкладень у реальний сектор.

2. В Україні переважає роль факторів немонетарного характеру у перебігу інфляційних процесів, що суттєво обмежує ефективність режиму інфляційного таргетування, адже має місце істотний вплив на цінову динаміку чинників, які не контролюються центральним банком (наприклад, низька продуктивність праці, висока монополізація внутрішнього ринку, його вразливість перед зовнішніми шоками), через що динаміка внутрішніх цін є мало чутливою до підвищення процентних ставок та скорочення грошової маси.

3. Політика відмови центрального банку від активного втручання в операції на валютному ринку щодо підтримки обмінного курсу гривні є прямим шляхом до збільшення валютно-курсової волатильності і макро-економічної дестабілізації. Тому необхідно продовжувати дотримуватися режиму фіксованого валютного курсу, запровадженого на початку війни, оскільки істотне знецінен-

ня гривні дестабілізує фінансовий ринок і банківський сектор, породжує невпевненість у всіх економічних агентів, а також сприяє розкручуванню маховика інфляції.

4. Національний банк використовує процентні ставки як головний інструмент і уперто не бажає відступати від догматів монетаристської теорії, актуальної ще у 70-х рр. ХХ ст., прихильниками якої інфляція трактувалася як суто грошовий феномен, спричинений надлишком грошової маси в обігу, а отже, обґрунтовувалося припущення про можливість центрального банку її контролювати. Тому регулятор намагається впроваджувати монетарний режим, рецепти якого були актуальні ще 20–30 років тому, оскільки нині навіть у практиці центральних банків розвинутих країн з'являється усвідомлення, що перехід до режиму інфляційного таргетування має свою велику ціну у вигляді низьких темпів економічного зростання, високих реальних процентних ставок та слабкої генерації нових робочих місць.

5. Боротьба із інфляцією шляхом завищення процентних ставок і обмеження кредитних вливань в економіку не лише загострює проблеми економічного спаду і безробіття, а й зумовлює переорієнтацію банківської системи з кредитної підтримки реального сектору до генерування прибутків винятково на основі фінансових інструментів у вигляді ОВДП та депозитних сертифікатів НБУ, що підриває ефективність фіскальної політики і погіршує умови обслуговування державного боргу.

6. Вихід із ситуації, яка склалася, має полягати у відмові від жорсткого дотримання принципів інфляційного таргетування і переході до більш сучасних способів реалізації монетарної політики. Це передбачає: активізацію кредитування реального сектору, а не утримання коштів комерційних банків на рахунках у центральному банку,

а також застосування ширшого набору інструментів монетарного впливу та цільових орієнтирів, пріоритетність яких визначається нагальними потребами зростання економіки і добробуту суспільства.

В сучасних умовах при обранні стратегічних цілей монетарної політики центральний банк просто не може собі дозволити обмежуватися у своїй діяльності винятково підтримкою цінової стабільності, а має орієнтуватися на більш широке коло завдань, із застосуванням усього спектру наявних інструментів, з тим, щоб максимально оперативнo нівелювати причини економічної кризи, спричиненої війною, та сприяти виробничому зростанню, створенню нових робочих місць, стимулюванню споживчого та інвестиційного попиту на внутрішньому ринку.

#### Список використаних джерел

1. Bernanke B. S., Kiley M. T., Roberts J. M. *Monetary policy strategies for a low-rate environment. Finance and Economics Discussion Series. 2019. №2019-009. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System. <https://doi.org/10.17016/FEDS.2019.009.2019-009>.*
2. Heise M. *Inflation targeting and financial stability: monetary policy challenges for the future. Cham : Springer Nature Switzerland, 2019. 111 p.*
3. Hubbard R. G., O'Brien A. P. *Money, banking and financial system. 3rd ed. New York : Pearson, 2018. 690 p.*
4. Mishkin F. S. *The economics of money, banking and financial markets. 13th ed. London : Pearson Education Limited, 2022. 718 p.*
5. Stiglitz, J. E. *The failure of inflation targeting. Project Syndicate. 2008. May. URL : <https://www.project-syndicate.org/commentary/the-failure-of-inflation-targeting>.*
6. Turner P. *The new monetary policy revolution: Advice and dissent. London : National Institute of Economic and Social Research, 2021. 132 p.*
7. Walsh C. E. *Monetary theory and policy. 4th ed. Cambridge, MA: MIT Press, 2017. 661 p.*

8. Wray L. R. *Modern money theory: A primer on macroeconomics for sovereign monetary systems*. New York, NY: Palgrave Macmillan, 2012. 294 p.
9. Аржевітин С. М. Прийняття рішень із монетарної політики щодо ключової ставки в європейських країнах та їхній вплив на інфляцію. *Фінанси України*. 2023. № 2. С. 7–26. <https://doi.org/10.33763/finukr2023.02.007>.
10. Барановський О. І. Координація фінансової і монетарної політики. *Фінанси України*. 2024. № 2. С. 7–25. <https://doi.org/10.33763/finukr2024.02.007>.
11. Гаркуша Ю. О. Монетарна політика Національного банку України в період воєнного стану. *Науковий вісник Одеського національного економічного університету*. 2024. № 3–4. С. 41–47. <https://doi.org/10.32680/2409-9260-2024-3-4-316-317-41-47>.
12. Гриценко А. А. Монетарна безпека національної економіки в умовах зростання невизначеності та ризиків недовіри. *Фінанси України*. 2023. № 7. С. 7–36. <https://doi.org/10.33763/finukr2023.07.007>.
13. Данилишин Б. М. Економічні трансформації у період воєнного стану: тактика еволюціонізму і модернізація. *Економіка України*. 2022. № 10. С. 3–14. <https://doi.org/10.15407/economyukr.2022.10.003>.
14. Дзюблюк О. В. Сучасні аспекти розуміння сутності і ролі кредиту як економічної категорії. *Світ фінансів*. 2010. № 1. С. 7–17. URL : <http://sf.wunu.edu.ua/index.php/sf/article/view/404>.
15. Донкоглова Т. О. Вплив монетарної політики в період правового режиму воєнного стану на ринок праці в Україні. *Наукові записки НаУКМА. Економічні науки*. 2023. № 8. С. 47–53. <https://doi.org/10.18523/2519-4739.2023.8.1.47-53>.
16. Єфименко Т., Дунаєв, Б., Любич О. Модель таргетування інфляції в макроекономіці. *Кібернетика і системний аналіз*. 2021. № 6. С. 138–148. <https://doi.org/10.1007/s10559-022-00506-6>.
17. Кораблін С. О. Інфляційне таргетування в Україні: окремі аспекти, результати та висновки. *Фінанси України*. 2023. № 6. С. 34–46. <https://doi.org/10.33763/finukr2023.06.034>.
18. Лук'яненко І. Г., Гречаний П. О. Монетарна політика України під час війни. *Наукові записки НаУКМА. Економічні науки*. 2024. № 9. С. 54–65. <https://doi.org/10.18523/2519-4739.2024.9.1.54-65>.
19. Національний банк України. *Грошово-кредитна статистика*. URL : <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial#1ms>.
20. Національний банк України. *Основні засади грошово-кредитної політики на середньострокову перспективу*. Затверджено рішенням Ради НБУ №16-рД від 11 вересня 2024 року. URL : [https://bank.gov.ua/ua/legislation/Decision\\_11092024\\_16-rd](https://bank.gov.ua/ua/legislation/Decision_11092024_16-rd).
21. Петрик О. І. Політика Національного банку України під час війни. *Соціально-економічні відносини в цифровому суспільстві*. 2022. № 4. С. 15–23. <https://doi.org/10.55643/ser.4.46.2022.474>.
22. Шаров О. М. *Ризики монетарної політики: “нова реальність”*. *Фінанси України*. 2023. № 5. С. 30–49. <https://doi.org/10.33763/finukr2023.05.030>.

## References

1. Bermanke, B. S., Kiley, M. T. & Roberts, J. M. (2019). *Monetary policy strategies for a low-rate environment*. Finance and Economics Discussion Series, 2019-009. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System. <https://doi.org/10.17016/FEDS.2019.009.2019-009>.
2. Heise, M. (2019). *Inflation targeting and financial stability: monetary policy challenges for the future*. Cham: Springer Nature Switzerland.
3. Hubbard R. G., O'Brien A. P. (2018). *Money, banking and financial system*. (3rd ed.). New York: Pearson.
4. Mishkin, F. S. (2022). *The economics of money, banking and financial markets*. (13th ed.). London: Pearson Education Limited.
5. Stiglitz, J. E. (2008). *The failure of inflation targeting*. Project Syndicate. May. Available



at: <https://www.project-syndicate.org/commentary/the-failure-of-inflation-targeting/>.

6. Turner, P. (2021). *The new monetary policy revolution: Advice and dissent*. London: National Institute of Economic and Social Research.

7. Walsh, C. E. (2017). *Monetary theory and policy*. (4th ed.). Cambridge, MA: MIT Press.

8. Wray, L. R. (2012). *Modern money theory: A primer on macroeconomics for sovereign monetary systems*. New York, NY: Palgrave Macmillan.

9. Arzhevitin, S. M. (2023). Pryiniattia rishen iz monetarnoi polityky shchodo kliuchovoi stavky v yevropeyskykh krainakh ta yikhniy vplyv na inflatsiiu [Monetary policy decision-making regarding the key rate in European countries and their impact on inflation]. *Finansy Ukrainy – Finance of Ukraine*, 2, 7–26. <https://doi.org/10.33763/finukr2023.02.007>.

10. Baranovskyi, O. (2024). Koordynatsiia fiskalnoi i monetarnoi polityky [Coordination of fiscal and monetary policies]. *Finansy Ukrainy – Finance of Ukraine*, 2, 7–25. <https://doi.org/10.33763/finukr2024.02.007>.

11. Harkusha, Y. O. (2024). Monetarna polityka Natsionalnogo banku Ukrainy v period voiennoho stanu [Monetary policy of the National Bank of Ukraine during martial law]. *Naukovyi visnyk Odeskoho natsionalnogo ekonomichnoho universytetu – Scientific Bulletin of the Odessa National Economic University*, 3–4, 41–47. <https://doi.org/10.32680/2409-9260-2024-3-4-316-317-41-47>.

12. Grytsenko, A. A. (2023). Monetarna bezpeka natsionalnoi ekonomiky v umovakh zrostannia nevyznachenosti ta ryzykiv nedoviry [Monetary security of the national economy in the conditions of growing uncertainty and risks of mistrust]. *Finansy Ukrainy – Finance of Ukraine*, 7, 7–36. <https://doi.org/10.33763/finukr2023.07.007>.

13. Danylyshyn, B. (2022). Ekonomichni transformatsii u period voiennoho stanu: taktyka evoliutsionizmu i modernizatsiia [Economic transformations during martial law: the tactics of evolutionism and modernization]. *Ekonomika Ukrainy – Economy of Ukraine*, 10, 3–14. <https://doi.org/10.15407/economyukr.2022.10.003>.

14. Dziubliuk O. V. (2010). Suchasni aspekty rozuminnia sutnosti i roli kredytu yak ekonomichnoi katehorii [Modern aspects of understanding the essence and role of credit as an economic category]. *Svit finansiv – World of Finance*, 1, 7–17. Available at: <http://sf.wunu.edu.ua/index.php/sf/article/view/404>.

15. Donkohlova, T. O. (2023). Vplyv monetarnoi polityky v period pravovoho rezhymu voiennoho stanu na rynek pratsi v Ukraini [The impact of monetary policy during the legal regime of martial law on the Ukrainian labor market]. *Naukovi zapysky NaUKMA. Ekonomichni nauky – Scientific Papers NaUKMA. Economics*, 8, 47–53. <https://doi.org/10.18523/2519-4739.2023.8.1.47-53>.

16. Iefymenko, T. I., Dunaev, B. B. & Lyubich, A. A. (2022). Model tarhetuvannia inflatsii v makroekonomitsi [Model for regulating the reproduction process in the economy]. *Kibernetyka i systemnyi analiz – Cybernetics and Systems Analysis*, 58, 727–739. <https://doi.org/10.1007/s10559-022-00506-6>.

17. Korablin, S. O. (2023). Inflatsiine tarhetuvannia v Ukraini: okremi aspekty, rezultaty ta vysnovky [Inflation targeting in Ukraine: some aspects, results and conclusions]. *Finansy Ukrainy – Finance of Ukraine*, 6, 34–46. <https://doi.org/10.33763/finukr2023.06.034>.

18. Lukianenko, I. G., Hrechany P. O. (2024). Monetarna polityka Ukrainy pid chas viiny [Monetary policy of Ukraine during the war]. *Naukovi zapysky NaUKMA. Ekonomichni nauky – Scientific Papers NaUKMA. Economics*, 9, 54–65. <https://doi.org/10.18523/2519-4739.2024.9.1.54-65>.

19. Natsionalnyi bank Ukrainy. (2025). Hroshovo-kredytna statystyka [National Bank of Ukraine. Monetary and Credit Statistics]. Available at: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial#1ms>.

20. Natsionalnyi bank Ukrainy (2024). Osnovni zasady hroshovo-kredytnoi polityky na serednostrokovu perspektyvu. Zatverdzheno rishenniam Rady NBU №16-rd vid 11 veresnia 2024 roku [National Bank of Ukraine. Basic principles of monetary policy for the medium term]. (2024, September, 11). Available at: [https://bank.gov.ua/ua/legislation/Decision\\_11092024\\_16-rd](https://bank.gov.ua/ua/legislation/Decision_11092024_16-rd).

21. Petryk, O. I. (2022). *Polityka Natsionalnoho banku Ukrainy pid chas viiny* [Policy of the National Bank of Ukraine during the war]. *Sotsialno-ekonomichni vidnosyny v tsyfrovomu suspilstvi – Socio-Economic Relations in the Digital Society*, 4, 15–23. <https://doi.org/10.55643/ser.4.46.2022.474>.

22. Sharov, O. O. (2023). *Ryzyky monetarnoi polityky: "nova realnist"* [Monetary policy risks: "new reality"]. *Finansy Ukrainy – Finance of Ukraine*, 5, 30–49. <https://doi.org/10.33763/finukr2023.05.030>.