

<https://doi.org/10.26565/2786-4995-2026-2-02>

УДК 336.74:338.23

Гончар Катерина

*доктор філософії з фінансів, банківської справи та страхування,
викладач кафедри банківської справи
Одеський національний економічний університет
вул. Преображенська, 8, м. Одеса, 65082, Україна
e-mail: sivkovak@ukr.net
ORCID ID: [0000-0002-8350-3134](https://orcid.org/0000-0002-8350-3134)*

Монетарний трансмісійний механізм під час воєнного стану в Україні

Анотація. У статті досліджено особливості функціонування монетарного трансмісійного механізму під час воєнного стану в Україні – економічну природу, дієвість каналів монетарної трансмісії, вплив воєнних чинників на грошово-кредитну сферу; надано оцінку впливу монетарних рішень центрального банку на реальний сектор економіки.

Вступна частина. Об'єктом дослідження є монетарний трансмісійний механізм (МТМ) Національного банку України як складна система економічних взаємозв'язків, що транслює вплив рішень регулятора на фінансовий ринок та реальний сектор економіки. Ключовими характеристиками МТМ визначено його двофазну структуру (ефект для фінансового ринку, а далі для реального сектору економіки), багатоканальність, наявність часових лагів (в Україні – до 18 місяців), здатність до керованого згладжування шоків та критичну залежність від стабільності банківської системи й довіри до регулятора.

Постановка проблеми. Повномасштабне вторгнення росії 24 лютого 2022 року сформувало атмосферу надзвичайної невизначеності, що унеможливило достовірне прогнозування та змусило Національний банк України адаптувати монетарну політику до кризових умов. Основна проблема полягає у зниженні ефективності традиційних ринкових важелів МТМ та послабленні впливу його каналів на інфляцію в умовах військового стану.

Нерозв'язані аспекти. Додаткового дослідження потребують особливості функціонування МТМ під час активних воєнних дій. Дискусійними залишаються питання доцільності фіскального домінування (емісійного фінансування бюджету), наслідки тривалого використання адміністративних і валютних обмежень, а також вплив цифровізації та віртуальних активів на прозорість грошового обороту і дієвість монетарних обмежень.

Мета статті. Метою дослідження є аналіз особливостей, дієвості та трансформації каналів монетарного трансмісійного механізму України в умовах воєнного стану, а також оцінка впливу монетарних рішень НБУ на реальний сектор економіки та макрофінансову стабільність.

Основний матеріал. У статті досліджено функціонування ключових каналів трансмісії: процентного, валютного, кредитного, фондового та каналу очікувань. Проаналізовано зміну операційного дизайну НБУ, зокрема перехід від класичного інфляційного таргетування до специфічного формату з фіксацією обмінного курсу та запровадженням жорстких валютних лімітів. Особливу увагу приділено аналізу динаміки індексу міжбанківських ставок UONIA, депозитних ставок та доходності ОВДП як інструментів монетарного впливу. Встановлено, що монетарні рішення Національного банку України мали як позитивні, так і обмежувальні наслідки для реального сектора економіки в умовах військового стану.

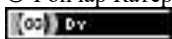
Висновки. В результаті проведеного дослідження доведено, що монетарна трансмісія під час війни стала менш ринковою та більш залежною від адміністративного контролю та зовнішньої допомоги. Найбільш дієвим став валютний канал, який через фіксацію курсу слугував «номінальним якорем» стабільності. Водночас кредитний канал виявився недієвим через високі ризики, а процентний канал працював зі значними часовими лагами. Практичне значення дослідження полягає в обґрунтуванні того, що попри деформації, МТМ дозволив знизити інфляцію з 26,6% до майже 5% та забезпечити відновлення економіки у 2023 році, що підтверджує його роль як центрального елемента державної економічної політики в умовах ризиків військового стану.

Ключові слова: монетарна політика, монетарний трансмісійний механізм, канали монетарної трансмісії, інфляція, Національний банк України, реальний сектор економіки.

Рис.: 4, бібл.: 20

JEL Classification: E52, E58, E42

Для цитування: Гончар Катерина. Монетарний трансмісійний механізм під час воєнного стану в Україні. Фінансово-кредитні системи: перспективи розвитку. №2(21)2026. С. 24-38.
<https://doi.org/10.26565/2786-4995-2026-2-02>



Вступ (Introduction). Національний банк України є головним гарантом макрофінансової стійкості держави. В контексті монетарної політики Національний банк відіграє ключову роль у забезпеченні цінової стабільності, контролюючи помірне зростання цін за допомогою таких інструментів як інфляційне таргетування, обмінний курс та облікова ставка, які тісно взаємопов'язані між собою. Для досягнення запланованих інфляційних цілей, впливу на ставки за кредитами і депозитами, на споживання та заощадження суб'єктів господарювання і населення Національний банк покладається на монетарний трансмісійний механізм, який, якщо узагальнити, відображає ефект зміни облікової ставки на інфляцію. Найбільш результативним монетарний трансмісійний механізм є за умови стабільності економічного середовища, достатньої ліквідності банківської системи, плаваючого обмінного курсу валют та при дієвому режимі інфляційного таргетування. Однак повномасштабне вторгнення і введення режиму воєнного стану в Україні 24 лютого 2022 року сформувало атмосферу значної невизначеності з неможливістю достовірного прогнозування економічних процесів. Дані фактори змусили Національний банк поступово адаптувати монетарну політику до кризових умов, вдаватися до вчасних та необхідних заходів з підтримки банківського сектору та макрофінансової стабільності загалом, вносячи зміни до операційного дизайну монетарної політики. Відповідно, ефективність монетарного трансмісійного механізму знизилась, а вплив його каналів на інфляцію послабився.

Літературний огляд (Literature review). Окремим аспектам монетарної політики та монетарному трансмісійному механізмові зокрема присвячено ряд публікацій як вітчизняних, так і зарубіжних учених-економістів, серед них: О. Фарина досліджував ефект перенесення обмінного курсу на внутрішні ціни в Україні [1]; М. Федірко аналізував трансмісійний механізм монетарної політики ЄЦБ та ФРС США [2]; О. Жолудь, В. Лепушинський, С. Ніколайчук досліджували дієвість каналів монетарного трансмісійного механізму в Україні після переходу НБУ до режиму інфляційного таргетування і налаштування нового дизайну монетарної політики [3]; Т. Chmielewski, А. Kocięcki, Т. Łyziak, J. Przystupa, E. Stanisławska, M. Walerych, E. Wróbel аналізували механізм трансмісії монетарної політики в Польщі [4]; N. K. Sharma, M. Bischal вивчали вплив інфляційних очікувань на проведення монетарної політики в Індії [5]; взаємозв'язок цифровізації та ефективності монетарного трансмісійного механізму досліджувала Р. Beniak [6]; у роботі П.А. Дадашової проведено економетричне дослідження чутливості процентного та кредитного каналів трансмісії до змін у ліквідності фінансової системи України [7]; О. Дзюблюк проаналізував деформації передавального механізму в умовах воєнного стану та надав обґрунтування пріоритетності валютного каналу для забезпечення фінансової стабільності [8]; систематизацію теоретичних підходів до каналів монетарної трансмісії як інструментів стимулювання економічного зростання та добробуту населення було реалізовано в дослідженні Кубах Т.Г. [9].

Проте потребують додаткових досліджень особливості монетарного трансмісійного механізму під час воєнного стану в Україні, що викликано актуальністю теми та рядом проблемних питань, які посилюються з огляду на безпрецедентний характер головного чинника вимушеної трансформації операційного дизайну монетарної політики НБУ – повномасштабну російську збройну агресію та тривалі активні бойові дії на території України.

Мета, завдання та методи дослідження (Purpose, objectives and research methods). Метою статті є комплексний аналіз особливостей функціонування, дієвості та вимушеної трансформації каналів монетарного трансмісійного механізму в умовах повномасштабної збройної агресії, а також оцінка практичного впливу монетарних рішень Національного банку України на макрофінансову стабільність та реальний сектор економіки. Для досягнення поставленої мети було визначено та розв'язано такі завдання: розкрити економічну природу та ключові ознаки МТМ як системи взаємозв'язків між рішеннями

центрального банку та макроекономічними результатами; проаналізувати зміни в операційному дизайні монетарної політики НБУ до та після 24 лютого 2022 року; дослідити специфіку роботи основних каналів монетарної трансмісії (процентного, валютного, кредитного, фондового та каналу очікувань) в умовах воєнного стану; оцінити ефективність перенесення зміни облікової ставки на ринкові ставки (депозитні, міжбанківські) та рівень інфляції; виявити ключові проблеми та чинники, що обмежують дієвість монетарної трансмісії в сучасних умовах. У процесі дослідження використано методи: теоретичне узагальнення, аналіз та синтез – для визначення сутності МТМ, його двофазної структури та багатоканальності; метод порівняльного аналізу – для співставлення принципів прийняття рішень та інструментів монетарної політики НБУ в мирний час та після запровадження воєнного стану; статистично-економічний та графічний методи – для візуалізації та аналізу динаміки облікової ставки, індексу споживчих цін, ставок UONIA, доходності ОВДП та депозитних ставок; метод причинно-наслідкового зв'язку – дозволив простежити вплив монетарних рішень на реальний сектор економіки (зокрема через розробку схеми впливу на інвестиції, споживання та ВВП); абстрактно-логічний метод – для формулювання висновків щодо зниження ринкової ефективності МТМ та зростання ролі адміністративних заходів в умовах війни. Інформаційною базою дослідження стали нормативно-правові акти, «Основні засади грошово-кредитної політики» НБУ, офіційні статистичні дані Національного банку України та результати напрацювань вітчизняних і зарубіжних учених-економістів.

Результати (Research results). Монетарний трансмісійний механізм (МТМ) виступає складною системою економічних взаємозв'язків, через які рішення центрального банку впливають на фінансовий ринок, а через нього – на реальний сектор економіки [9]. Монетарний трансмісійний механізм є своєрідним посередником, який перетворює монетарне регулювання центрального банку у макроекономічні результати (динаміка цін, зайнятість, зміна обсягів виробництва тощо). Головною ціллю функціонування монетарного трансмісійного механізму є забезпечення цінової стабільності, що проявляється у заходах центрального банку, спрямованих на утримання інфляції в межах цільового рівня (режим інфляційного таргетування).

З урахуванням наведених теоретичних положень та для відображення впливу монетарної трансмісії на економіку важливо визначити економічну природу МТМ, яка базується на взаємодії фінансового та реального секторів і характеризується наступними ключовими ознаками:

- двофазна структура – наголошується на двох фазах (етапах) реалізації МТМ: перша фаза – вплив регуляторних заходів центрального банку на фінансовий ринок, зокрема на ставки на міжбанку, депозитні та кредитні ставки; друга фаза характеризується поширенням заходів центробанку на реальний сектор економіки – обсяги споживання та заощадження, інвестиції, ВВП [7];

- багатоканальність – проявляється через передачу регуляторних заходів за допомогою системи каналів (процентний, валютний, кредитний, канал очікувань та цін активів), які мають різний ступінь впливу в залежності від економічних умов;

- наявність часових лагів (розривів) – монетарна трансмісія не діє миттєво, зокрема через застосування центральним банком непрямих інструментів монетарної політики. В Україні, наприклад, ефект від зміни облікової ставки може проявитися протягом 9-18 місяців після її зміни;

- кероване згладжування шоків – монетарний трансмісійний механізм діє в якості своєрідного фінансово-економічного фільтра, який пом'якшує внутрішні та зовнішні шоки, що сприяє поверненню економічних систем до рівноваги або керованої гнучкості;

- залежність від середовища – ефективність МТМ залежить від таких чинників як довіра до центрального банку, рівень розвитку фінансових ринків та фінансової грамотності, ступеня доларизації економіки та від стабільності банківської системи.

Функціонування каналів монетарної трансмісії під час воєнного стану в Україні зазнало суттєвих деформацій через екстремальну невизначеність, руйнування виробничого потенціалу та зміну пріоритетів економічної політики. Національний банк України був змушений тимчасово відійти від класичного режиму інфляційного таргетування та адаптувати роботу трансмісійного механізму до умов війни [11].

За сприятливих економічних умов монетарна політика Національного банку орієнтується та перспективу, тобто є стратегічним (не оперативним) способом регулювання інфляції, спираючись на прогнозні дані її рівня у майбутньому. Однак, зважаючи на волатильність економічних процесів у 2022 році, НБУ на певний час призупинив публікацію власних макроекономічних сценаріїв щодо зміни інфляції та облікової ставки (у квітні 2022 року Інфляційний звіт НБУ не оприлюднювався). У липні 2022 року для забезпечення прозорості рішень НБУ з монетарної політики публікація Інфляційного звіту відновилася, зафіксувавши перехід Національного банку до трансформованого операційного дизайну монетарної політики з відходом від базових принципів, на яких, відповідно до Стратегії монетарної політики від 2018 року, базувалась монетарна політика (рис. 1).



Рис. 1. Зміна принципів та цілей монетарної політики Національного банку України як відповідь на виклики воєнного часу

Figure 1. Changing the principles and goals of the monetary policy of the National Bank of Ukraine as a response to the challenges of wartime

Джерело: сформовано автором на основі [10; 11]

Source: prepared by the author on the basis of [10; 11]

Трансформація підходів до проведення монетарної політики Національним банком на період дії воєнного стану, зображена на рис. 1, не могла не позначитися на монетарному

трансмісійному механізмові, дієвість каналів якого відчутно послабилася внаслідок ряду факторів та обмежень, передусім на валютному ринку та ринку капіталів.

Розглянемо традиційне бачення монетарного трансмісійного механізму, представлене, зокрема, самим Національним банком України. Безпосередньо прямого важеля впливу на рівень цін в державі Нацбанк немає, тому для досягнення інфляційних цілей, він встановлює певний рівень облікової ставки, від якої відштовхуються короткострокові ставки (по фінансових інструментах терміном від однієї доби до одного року) на міжбанку. Далі зміна цих ставок через різні канали (процентний, фондовий, валютний, деякі дослідники виділяють окремо канал очікувань [3], канал цін активів [2]) впливає на ставки за кредитами та депозитами, змінюючи сукупний попит й очікування громадян та суб'єктів господарювання. Керуючи цими очікуваннями, НБУ має змогу проводити політику інфляційного таргетування. Логічно, що від початку зміни рівня облікової ставки до кінцевого результату – зміни рівня інфляції – проходить певний час (зазвичай від 9 до 18 місяців), тому надзвичайно важливим аспектом ефективності монетарної трансмісії є правильний розрахунок очікуваного перебігу майбутніх економічних процесів [12].

Проаналізуємо основні канали монетарної трансмісії. Першим, найбільш ефективним і зрозумілим з точки зору причинно-наслідкового зв'язку є процентний канал, суть якого на першому етапі полягає у впливі зміни облікової ставки на зміну короткострокових ставок на міжбанку. Тобто облікова ставка є орієнтиром для ставок основних операцій Національного банку України з регулювання ліквідності банків. До повномасштабного вторгнення традиційний операційний дизайн монетарної політики полягав у наступному: ставки по кредитах овернайт та депозитних сертифікатах овернайт – в коридорі +/- 1 в.п. від облікової ставки (10%), двотижневі депозитні сертифікати – за обліковою ставкою, кредити рефінансування – 11%; після повномасштабного вторгнення: ставки по кредитах овернайт та депозитних сертифікатах овернайт – в коридорі +/- 2 в.п. від облікової ставки (25%), кредити рефінансування – 27%. Відгук українського індексу міжбанківських ставок овернайт (UONIA) на підвищення облікової ставки з 10% до 25% у червні 2022 р. [13] відображено на рис. 2. Відмітимо, що значення індексу UONIA синхронно з обліковою ставкою зросло з 9% до 23%.

Ефективність процентного каналу в умовах війни суттєво знизилася через високі ризики та розірвані економічні зв'язки. У червні 2022 року НБУ підвищив облікову ставку з 10% до 25%. Метою було не так стримування кредитування, яке і так демонструвало спад, скільки захист гривневих заощаджень від знецінення та зниження тиску на валютний ринок. Реакція банківських ставок на рішення НБУ стала більш уповільненою (6-8 місяців для депозитів), а загальний ефект на реальний сектор проявлявся протягом 9-18 місяців. Також для посилення трансмісії НБУ запровадив систему «нижньої межі», зрівнявши облікову ставку зі ставкою за депозитними сертифікатами овернайт, що змусило банки активніше конкурувати за кошти вкладників [20].

Наразі для забезпечення банківської системи достатньою кількістю надійної довгострокової ліквідності важливим етапом процентної монетарної трансмісії є вплив короткострокових міжбанківських ставок на депозитні ставки. Також цей етап є важливим для формування довіри населення до банківської системи та для регулювання пропорції між споживанням і заощадженням. Адже зростаюча динаміка довгострокових процентних ставок за депозитами впливає на те, що для домогосподарств більш привабливим є заощадження, що призводить до зменшення сукупного попиту. Інвестиції бізнесу також скорочуються, оскільки банки намагаються підвищити процентні доходи, піднімаючи ставки за кредитами, суб'єкти господарювання також не очікують зростання споживання та не відчують необхідності у нарощуванні обсягів виробництва (через зростання схильності домогосподарств до заощадження). Тому підвищення довгострокових ставок є причиною скорочення споживання та зменшення виробничого потенціалу в державі, що обов'язково

потрібно враховувати Національному банку України, тривалий час дотримуючись такого вектору монетарної політики.

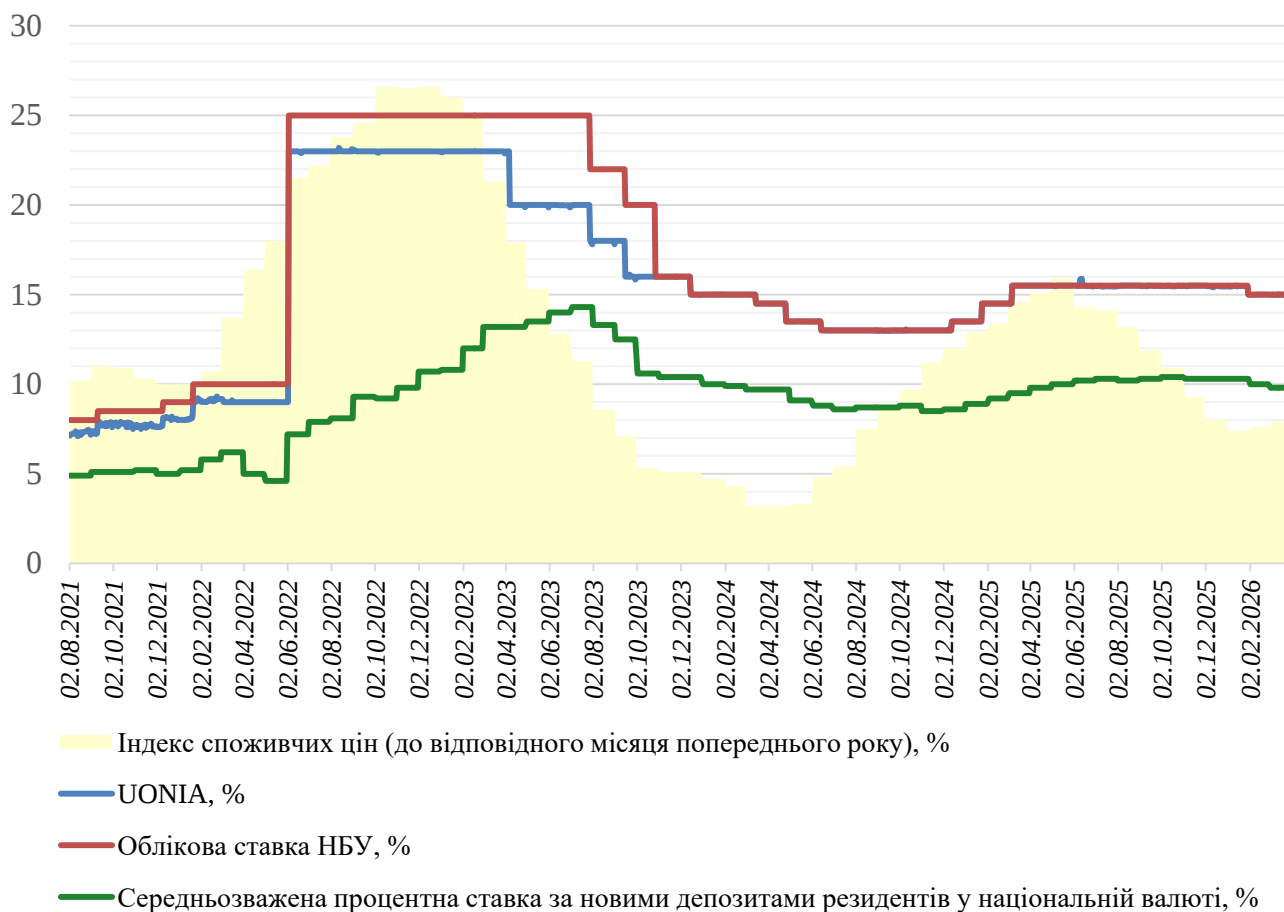


Рис. 2. Монетарна трансмісія індексу споживчих цін від підвищення облікової ставки НБУ, серпень 2021 – березень 2026 рр.

Figure 2. Monetary transmission of the consumer price index from the increase in the NBU discount rate, August 2021 - March 2026

Джерело: побудовано автором відповідно до даних [14]

Source: prepared by the author on the basis of [14]

Однак результативність та темпи трансмісії короткострокових ставок НБУ у довгострокові ставки дещо нижчі, ніж під час впливу облікової ставки на короткострокові міжбанківські ставки, особливо якщо ціллю НБУ є забезпечення зростання привабливості та, насамперед, строкowości депозитів у вітчизняній та іноземній валютах, що вимагає від банків підвищення ставок за депозитами. Як зазначає регулятор, у разі зміни міжбанківської ставки на 10 в.п. зміну ставок за депозитами варто очікувати не раніше, ніж через 12 місяців, й у розмірі до 6 в.п. [15]. На рис. 2 бачимо, як відреагували ставки за новими депозитами резидентів у національній валюті на підвищення міжбанківських ставок – при різкому підвищенні у червні 2022 року облікової ставки та UONIA, ставки за депозитами не змінилися миттєво, а поступово протягом наступних місяців; також спостерігалась менша амплітуда зростання – депозитні ставки зросли значно повільніше і не досягли рівнів міжбанківських ставок, у той час як UONIA трималася на рівні 23%, максимальні середні значення за депозитами сягнули лише 14-15% у середині 2023 року. Така тенденція вказує на частковість, більшу інерційність та меншу чутливість процентного каналу монетарної трансмісії.

З рис. 2 також помічаємо підтвердження того, що трансмісія облікової ставки на депозитні ставки відбувається зі значним часовим лагом – в реаліях повномасштабної війни підвищення облікової ставки на 15 в.п. викликало зростання ставок за новими депозитами у національній валюті на 9,4 в.п. за 13 місяців (з 4,6 % у травні 2022 р. до 14 % у червні 2023), тобто сила трансмісії склала близько 63%. Враховуючи емпірично досліджений Національним банком горизонт монетарної трансмісії в Україні, можемо стверджувати, що заходи монетарної політики посприяли тому, щоб через рік депозитні ставки все ж досягли бажаного результату.

Також варто пам'ятати, що впливаючи на зменшення сукупного попиту домашніх господарств, Національний банк України, з одного боку, стримує зростання цін, а з іншого є ризик того, що пожвавлення попиту на товари та послуги неодмінно спричинить ріст інфляції. Щодо інфляції, з рисунку 2 також очевидно, що пік значення індексу споживчих цін припав на осінь-зиму 2022-2023 рр., основною причиною чого стали масовані обстріли росією української критичної енергетичної інфраструктури, що тільки посилювало економічну невизначеність. Проте, вже починаючи з лютого 2023 року, інфляція почала стрімко знижуватися. Тобто необхідно зазначити, що Національному банку за допомогою процентного каналу монетарного трансмісійного механізму (разом з допоміжними інструментами – підвищення нормативів обов'язкового резервування для підвищення строковості депозитів, контроль капіталу, інструменти хеджування валютних ризиків для домогосподарств) вдалося стабілізувати інфляційні очікування, що, в свою чергу, створило передумови для зниження облікової ставки з 28 липня 2023 року до 22% [16].

Не менш важливим інструментом керування інфляційними очікуваннями є форма комунікації Національного банку з широкою громадськістю та його транспарентність. Наприклад, досліджуючи монетарний трансмісійний механізм у Польщі, науковці дійшли висновку, що більш агресивний тон комунікації центрального банку та лімітування детальної інформації щодо тих чи інших рішень центробанку сигналізують приватному сектору, що у короткому часовому горизонті є висока вірогідність проведення центральним банком обмежувальної монетарної політики [4]. Така гіпотеза знаходить своє підтвердження і в українських реаліях військового стану – на початку повномасштабного вторгнення Національний банк звузив комунікацію та деякий час утримувався від використання прогнозних економічних моделей й експертних суджень щодо ситуації з інфляцією, що тільки збільшувало невизначеність та посилювало розкручування «інфляційної спіралі».

Фондовий канал монетарної трансмісії проявляється через вплив короткострокових процентних ставок НБУ на довгострокові ставки ринку цінних паперів, зокрема, доходність облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП) (рис. 3). Дані облігації безумовно є найбільш надійним видом боргових зобов'язань, адже держава Україна в особі Міністерства фінансів зобов'язується своєчасно та в повному обсязі погасити ОВДП та дохід за ними [17]. Відповідно, інвестори, орієнтуючись на доходність даних цінних паперів, визначають ступінь ризику та привабливість інвестування також і в інші цінні папери, що обертаються на фондовому ринку України.

Ринок ОВДП у період з 2022 по 2026 рік характеризується переважною орієнтацією на гривневі запозичення, які забезпечують основний та стабільний приплив ліквідності для фінансування бюджету попри їх найбільшу вартість для бюджету. Натомість валютні інструменти виконують допоміжну функцію. Динаміка доходності облігацій свідчить про адаптацію державної боргової політики до змін макроекономічних умов та поступову стабілізацію фінансового ринку – у 2022 році та на початку 2023 р. рівень доходності за гривневими ОВДП сягав 20-23%, після чого відбулось поступове зниження до 14-16%, що відображає пом'якшення монетарної політики.

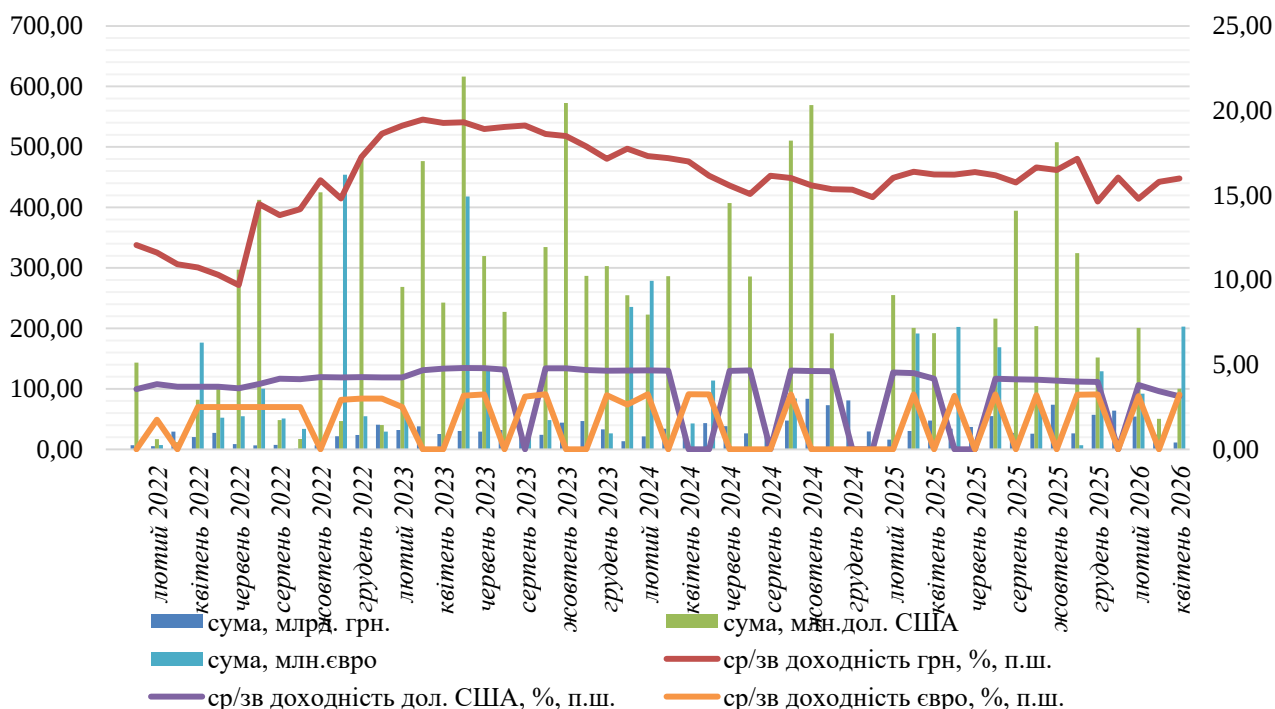


Рис. 3. Залучені до бюджету кошти внаслідок розміщення на первинному ринку ОВДП, номінованих у гривні й іноземних валютах, та їх середньозважена доходність, січень 2022 – квітень 2026 рр.

Figure 3. Funds raised to the budget as a result of the placement of government bonds denominated in hryvnia and foreign currencies on the primary market, and their weighted average yield, January 2022 - April 2026

Джерело: побудовано автором на основі даних [18]

Source: prepared by the author on the basis of [18]

Під час війни валютний канал МТМ канал став одним з найголовніших інструментів забезпечення макрофінансової стабільності. На початку вторгнення у лютому 2022 року Національний банк України зафіксував обмінний курс гривні, щоб він слугував своєрідною опорою для економіки, стримуючи паніку та інфляційні очікування. Враховуючи той факт, що ринкові механізми були обмежені, інтервенції НБУ з продажу валюти стали основним засобом контролю над цінами та попитом. З жовтня 2023 року НБУ перейшов до режиму керованої гнучкості, що дозволяло валютному курсу частково поглинати шоки, зберігаючи при цьому стабільність через активну присутність регулятора на ринку [11].

Прояв дії валютного каналу спостерігається також через випуск ОВДП не тільки у гривні, а й у доларах США та євро, що дозволяє наповнювати внутрішній ринок іноземною валютою. Однак, як бачимо з рисунку 3, підвищення облікової ставки у червні 2022 р. призвело до суттєвого зростання доходності лише гривневих ОВДП, тому власники валютних цінних паперів скоріш за все керуватимуться бажанням продати валютні ОВДП та придбати гривневі, що, зрештою, зміцнює національну грошову одиницю.

Дослідження науковців Національного банку України щодо трансмісії валютного курсу на зміну внутрішніх цін в Україні [1] свідчить про те, що вплив курсових коливань на інфляцію має нелінійний характер та залежить від напрямку й розміру зміни курсу валют. Встановлено, що у випадку девальвації національної грошової одиниці ефект впливу обмінного курсу на внутрішні ціни в Україні є вищим, аніж при ревальвації. Також зазначено, що внутрішні ціни в Україні є чутливими до незначних та суттєвих змін валютного курсу, а помірне коливання майже не впливає на ціни.

Кредитний канал монетарної трансмісії в умовах повномасштабного російського вторгнення виявився найбільш ослабленим через значне зростання кредитних ризиків. З початком дії військового стану банки посилили вимоги до позичальників та прагнуть вкладати кошти в безризикові інструменти (депозитні сертифікати, ОВДП), а не в

кредитування реального сектору [8]. Трансмісія через цей канал наразі значною мірою залежить від державних програм (наприклад, «Доступні кредити 5-7-9%»), які дозволяють компенсувати високу вартість ресурсів. Накопичення проблемних боргів (непрацюючих кредитів (NPL)) через фізичні руйнування бізнесу блокує ліквідність банків і перешкоджає відновленню повноцінного впливу кредитного каналу.

В умовах військового стану управління очікуваннями набуло критичного значення для стабілізації системи, а тому канал очікувань став особливо актуальним. Зараз Національний банк України активно використовує комунікації з громадськістю і намагається досягти максимальної транспарентності, щоб переконати ринок у своїй здатності контролювати інфляцію та утримувати стабільність валюти. Ефективність трансмісії прямо залежить від довіри до регулятора, адже якщо економічні суб'єкти вірять у повернення інфляції до цілі 5%, вони менш схильні до ажіотажного споживання та купівлі валюти, що тільки посилює інфляцію та доларизацію.

Окремо слід визначити практичний вплив монетарних рішень Національного банку України на реальний сектор економіки в умовах військового стану, який переважно полягав у збереженні макрофінансової стабільності ціною тимчасового обмеження кредитної активності (рис.4).



Рис.4. Вплив монетарних рішень Національного банку України на реальний сектор економіки в умовах військового стану

Figure 4. The impact of monetary decisions of the National Bank of Ukraine on the real sector of the economy under martial law

Джерело: розроблено автором
Source: prepared by the author

Найбільш відчутним для реального сектора стало рішення Національного банку України про фіксацію обмінного курсу гривні на початку вторгнення, що дозволило запобігти паніці серед населення та бізнесу і надало можливість підприємствам краще планувати свою діяльність у період екстремальної невизначеності. Рішення щодо контролю

інфляції допомогло стримати зростання цін на імпортні товари, що є критичним для економіки з високою часткою імпорту. Процентна політика НБУ сприяла підвищенню ставок за депозитами, що дозволило стабілізувати ресурсну базу банків та захистити кошти населення від інфляційного знецінення.

Незважаючи на те, що різке підвищення облікової ставки до 25% у червні 2022 року мало на меті захист гривневих активів населення та бізнесу, проте це також мало зворотній ефект – складнощі для реального сектора: надто висока вартість запозичень обмежила доступ реального сектора до капіталу; підприємства скоротили інвестиційні видатки, що негативно вплинуло на динаміку ВВП; високі ставки за депозитними сертифікатами НБУ змусили банки вкладати надлишкову ліквідність у ці інструменти замість кредитування реального сектора. Кредитний канал монетарної трансмісії під час війни виявився практично недіючим – через надвисокі безпекові ризики та зростання частки непрацюючих кредитів (NPL), банки посилили кредитні стандарти, тому кредитування реального сектора демонструвало від'ємну динаміку.

Разом з тим, вплив монетарних рішень НБУ на макроекономічні показники здебільшого виявився позитивним – монетарні заходи допомогли знизити інфляцію з пікових 26,6% наприкінці 2022 року до рівня близько 5% наприкінці 2023 року; після катастрофічного падіння у 2022 році (близько -29,1% ВВП), економіка почала відновлюватися у 2023 році (+5,7%), чому сприяла макрофінансова стабілізація та адаптація бізнесу до нових умов; завдяки валютним обмеженням та зовнішній допомозі НБУ зміг підтримувати резерви на високому рівні (понад 57,6 млрд дол. США станом на 01.02.2026), що забезпечило стійкість фінансової системи [14].

Разом з тим, військово-політична та макроекономічна невизначеність, руйнування виробничого потенціалу та зміна пріоритетів економічної політики призвели до того, що традиційні ринкові важелі впливу Національного банку України частково втратили свою ефективність, поступившись місцем адміністративним заходам. Розглянемо чинники, які, відповідно до оцінок Національного банку України, найбільшою мірою впливають на послаблення дієвості монетарного трансмісійного механізму під час воєнного стану в Україні:

- економічна невизначеність – спричинена наявністю, передусім, безпекових ризиків, систематичними ракетними обстрілами, руйнуванням об'єктів інфраструктури, зривом роботи «зернової угоди», значним відтоком за кордон українців, які формували внутрішній споживчий попит, підривом Каховської ГЕС, а також торговельними обмеженнями з боку західних партнерів щодо реалізації окремих видів агропродукції в країнах Євросоюзу;

- надмірна ліквідність банківської системи – у банківській системі України наразі спостерігається профіцит ліквідності [15], зокрема, й через значні соціальні видатки та зарплати військовим, які сконцентровані переважно у декількох банках. Це змусило Національний банк вжити заходів для спрямування короткострокової ліквідності у довгострокову, підвищивши нормативи обов'язкових резервів за коштами на вимогу та коштами на поточних рахунках фізичних осіб [19];

- недостатній рівень конкуренції в банківській системі – створення умов для формування фактично монополій серед банківських установ, значна частка державних банків, які в умовах турбулентності більш захищені, ніж банки з приватним капіталом, та можуть не вживати заходів щодо підвищення ставок за депозитами, адже це може призвести до зростання їх процентних витрат. Також низький рівень конкуренції зумовив обмежену диверсифікацію депозитів у банківській системі, адже декілька банків сконцентрували близько 75% усіх гривневих депозитів домашніх господарств;

- інфляція – під час зростання інфляції її індексування переноситься на депозитні ставки, тому вживаючи заходів для зниження інфляції, варто очікувати невідворотного зниження ставок за депозитами.

Вищезазначені фактори призвели до суттєвих проблем та обмежень монетарної трансмісії в період дії військового стану. Так, порушення традиційних каналів трансмісії є наслідком того, що війна спричинила глибокі структурні збої у роботі класичних каналів монетарного трансмісійного механізму, які під час відносно мирного періоду забезпечували передачу імпульсів від облікової ставки до реального сектору. Дієвість процентного каналу значно знизилася через високі безпекові ризики. Хоча Національний банк різко підвищив облікову ставку до 25% у червні 2022 року для захисту гривневих активів, реакція ринкових ставок (особливо депозитних) відбувалася з надзвичайно довгими лагами. Кредитний канал виявився практично паралізованим, адже банки, стикаючись із критичним зростанням кредитних ризиків та накопиченням непрацюючих кредитів (NPL), прагнуть вкладати кошти у безризикові інструменти [8]. Наслідком цього стало те, що питома вага кредитів у фінансуванні капітальних інвестицій впала до рівня менше ніж 10%. Через нерозвиненість фондового ринку та фактичну зупинку ринку іпотечного кредитування цей канал і до війни мав обмежений вплив, а в умовах воєнного стану його роль стала взагалі безрезультатною.

Іншими специфічними проблемами, що вплинули на дієвість монетарного трансмісійного механізму в період дії військового стану в Україні, стала надлишкова ліквідність та доларизація економіки. Так як у банківській системі сформувався значний структурний профіцит ліквідності, банки спрямовують його у депозитні сертифікати Національного банку [20]. Цей процес послаблює конкуренцію за кошти вкладників та робить кредитні ставки менш чутливими до пом'якшення монетарної політики. Разом з тим, високий рівень доларизації економіки залишається хронічною проблемою, що обмежує діапазон можливих заходів Національного банку, адже суб'єкти економічних відносин орієнтуються на курс іноземної валюти як на основний показник стабільності.

Обговорення (Discussion). Аналіз особливостей та дієвості впливу ключових каналів монетарного трансмісійного механізму засвідчує різноманітність монетарної трансмісії під час воєнного стану, оскільки вона поєднує жорстке адміністративне регулювання валютного ринку з ринковими інструментами (облікова ставка), при цьому основний вплив на економіку здійснюється через валютну стабільність та управління очікуваннями (діловими та очікуваннями населення). Однак, це не спростовує того факту, що монетарний трансмісійний механізм залишається центральним елементом реалізації державної грошово-кредитної політики, який забезпечує її практичний зміст та результативність у досягненні стратегічних економічних цілей.

Дискусійними залишаються питання суттєвого зростання в період дії військового стану ролі адміністративних та валютних обмежень в грошово-кредитній політиці Національного банку України. Через зниження ефективності ринкових інструментів НБУ був змушений тимчасово відійти від класичного режиму інфляційного таргетування та перейти до еклектичного формату управління, а саме: фіксація обмінного курсу гривні на початку вторгнення, що зробило його основним «номінальним якорем» для стримування паніки та інфляції і фактично перемістило центр тяжіння монетарного трансмісійного механізму з облікової ставки на валютні інтервенції; жорсткі валютні обмеження, які проявлялися через запровадження лімітів на зняття готівки, транскордонні перекази та купівлю валюти для запобігання відтоку капіталу. Хоча ці заходи допомогли зберегти міжнародні резерви, вони водночас створили дисбаланси, такі як множинність валютних курсів (чорний та офіційний ринки).

Також потребують додаткового аналізу доцільність фіскального домінування Національного банку України, який через гостру потребу фінансування дефіциту бюджету у 2022 році вдавався до прямої емісії через купівлю ОВДП. Це створило ризики розбалансування монетарної сфери, адже фіскальні потреби почали домінувати над цілями цінової стабільності.

Висновки (Conclusions). Проведене дослідження підтверджує, що наразі в Україні залишається значний вплив фактору економічної та військово-політичної невизначеності, що гальмує відновлення стійкого зростання вітчизняної економіки. Наукова новизна

дослідження полягає у доведенні того, що монетарний трансмісійний механізм Національного банку під час військового стану є не достатньо ефективним, в основному, через фактичну недієвість валютного та фондового каналів монетарної трансмісії, причиною чого є фіксація обмінного курсу валют, адміністративні обмеження на валютні операції та операції, пов'язані з рухом капіталу, а також через значну економічну та військово-політичну невизначеність. Загалом, монетарна трансмісія під час війни стала менш ринковою та більш залежною від адміністративного контролю та зовнішньої фінансової допомоги, яка наразі є критично важливим чинником підтримки платіжного балансу та міжнародних резервів. Проте варто відмітити, що процентний канал монетарної трансмісії продовжує впливати на рівень інфляції, хоча і не в повній мірі і з досить тривалим часовим лагом.

Поступове покращення ситуації на валютному ринку, зростання обсягів міжнародної допомоги, приборкання панічних настроїв населення призвело до стабілізації макрофінансової ситуації. В сукупності з допоміжними заходами НБУ вдалося сприяти підвищенню привабливості гривневих заощаджень, посилили вплив облікової ставки на ринку довгострокових ставок, та, врешті-решт, сповільнили інфляцію і пом'якшили процентну політику Національного банку.

Теоретичне і практичне значення дослідження полягає у поглибленні наукових знань про функціонування монетарного трансмісійного механізму в специфічних умовах воєнного стану. Узагальнено економічну природу монетарного трансмісійного механізму через його ключові характеристики: двофазну структуру, багатоканальність, наявність часових лагів, функцію згладжування шоків та залежність від довіри до регулятора. Теоретично обґрунтовано перехід від класичного інфляційного таргетування до специфічного формату управління, де основний акцент перемістився з облікової ставки на валютні інтервенції та фіксацію курсу.

Результати дослідження мають безпосереднє значення для вдосконалення державної грошово-кредитної політики та діяльності фінансових установ, а саме: для регулятора (НБУ) – виявлено чинники, що послаблюють дієвість трансмісії – надмірна ліквідність, низька конкуренція в банківському секторі та висока доларизація, що дозволяє розробляти заходи для їх нівелювання; для банківського сектору – аналіз перенесення облікової ставки на депозитні та кредитні ставки (сила трансмісії близько 63%) дає можливість банкам краще прогнозувати зміну вартості ресурсів; для реального сектора – оцінка впливу монетарних рішень дозволяє бізнесу адаптувати свої інвестиційні плани до умов високої вартості запозичень та валютних обмежень.

Соціально-економічний ефект дослідження виражається у сприянні макроекономічній стабілізації, що безпосередньо впливає на добробут громадян та стійкість держави – цінова стабільність, захист доходів населення, стабілізація очікувань, фінансова стійкість держави в умовах військового стану.

Перспективи подальших розробок у цьому напрямку можуть бути спрямовані на дослідження впливу цифровізації та віртуальних активів на дієвість каналів монетарної трансмісії. Зокрема важливо оцінити, яким чином поширення криптовалют та фінтех-сервісів створює альтернативні канали формування ліквідності поза банківською системою, що може знижувати прозорість грошового обороту та дозволяти частині попиту уникати впливу класичних монетарних обмежень.

Список літератури

1. Фарина О. Нелінійний ефект перенесення обмінного курсу на внутрішні ціни в Україні. *Вісник Національного банку України*. 2016. №236. С. 30-42. <https://doi.org/10.26531/vnbu2016.236.030>.
2. Федірко М. Трансмісійний механізм монетарної політики Європейського валютного союзу. *Світ фінансів*. 2012. №4. С. 218-230. <https://api.dspace.wunu.edu.ua/api/core/bitstreams/36605f33-f560-4591-ab29-a080bb775193/content>
3. Жолудь О., Лепушинський В., Ніколайчук С. Дієвість монетарного трансмісійного механізму в Україні після впровадження інфляційного таргетування. *Вісник Національного банку України*. 2019. №247. С.19-37. <https://doi.org/10.26531/vnbu2019.247.02>

4. Chmielewski T., Kocięcki A., Łyziak T., Przystupa J., Stanisławska E., Walerych M., Wróbel E. Monetary policy transmission mechanism in Poland. *NBP Working Paper No. 329*. Warsaw, 2020: Narodowy Bank Polski, Economic Institute. https://static.nbp.pl/publikacje/materialy-i-studia/329_en.pdf.
5. Sharma N. K., Bicchil M. The properties of inflation expectations: Evidence for India. *EconomiA*. 2018. №19(1). P. 74-89. <https://doi.org/10.1016/j.econ.2017.12.002>.
6. Beniak P. Central bank digital currency and monetary policy: a literature review. *MPRA Paper 96663*. University Library of Munich, Germany. 2019. https://mpra.ub.uni-muenchen.de/96663/1/MPRA_paper_96663.pdf.
7. Дадашова П.А. Процентний і кредитний канали трансмісійного механізму в макроекономічному середовищі України. *Економіка і прогнозування*. 2016. №3. С. 119-136. <https://ekmair.ukma.edu.ua/items/c2b816a1-6374-426e-9870-e01713be6521>
8. Дзюблюк О. Особливості трансмісійного механізму монетарної політики в Україні в умовах воєнного стану. *Економічний аналіз*. 2023. № 33(3). С. 247–256. <https://doi.org/10.35774/econ2023.03.247>
9. Кубах Т.Г., Ковальова Є.М. Трансмісійний механізм грошово-кредитної політики: теоретична складова. *Вісник СумДУ*. Серія "Економіка". 2021. №4. С. 131-141. <https://doi.org/10.21272/1817-9215.2021.4-16>
10. Стратегія монетарної політики Національного банку України. <https://bank.gov.ua/ua/news/all/strategiya-monetarnoyi-politiki-natsionalnogo-banku-ukrayini>
11. Основні засади грошово-кредитної політики на період воєнного стану. Національний банк України. <https://bank.gov.ua/ua/files/hJTwdlrBPNWeMzk>
12. Про монетарну політику. Національний банк України. <https://bank.gov.ua/ua/monetary/about>
13. Національний банк України підвищив облікову ставку до 25%. <https://bank.gov.ua/ua/news/all/natsionalniy-bank-ukrayini-pidvischiv-oblikovu-stavku-do-25>
14. Офіційний сайт Національного банку України. <https://bank.gov.ua>
15. Інфляційний звіт НБУ, липень 2023 року. https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/IR_2023-Q3.pdf?v=
16. Національний банк України знизив облікову ставку до 22%. <https://bank.gov.ua/ua/news/all/natsionalniy-bank-ukrayini-zniziv-oblikovu-stavku-do-22>
17. Про випуск облігацій внутрішніх державних позик. Постанова Кабінету Міністрів України від 31 січня 2001 року № 80. <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/80-2001-%D0%BF#Text>
18. Первинний ринок ОВДП. <https://bank.gov.ua/ua/markets/primary-ovdp-chart>
19. Національний банк вживає подальших заходів для посилення монетарної трансмісії. <https://bank.gov.ua/ua/news/all/natsionalniy-bank-vjivaye-podalshih-zahodiv-dlya-posilennya-monetarnoyi-transmissiyi-ta-stimulyuvannya-konkurentsiyi-bankiv-za-strokovi-koshti-vkladnikiv>
20. Основні засади грошово-кредитної політики на середньострокову перспективу. Національний банк України. https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/MPG_2024-mt.pdf

Стаття надійшла до редакції 15.02.2026

Стаття надійшла після рецензування 22.04.2026

Статтю рекомендовано до друку 10.05.2026

Статтю опубліковано 30.06.2026

Внесок авторів: всі автори зробили рівний внесок у цю роботу

Конфлікт інтересів: автори повідомляють про відсутність конфлікту інтересів

Gonchar Kateryna

Doctor of Philosophy in Finance, Banking and Insurance

Lecturer, Department of Banking

Odesa National Economic University

8 Preobrazhenska St., Odesa, 65082, Ukraine

e-mail: sivkovak@ukr.net

ORCID ID: [0000-0002-8350-3134](https://orcid.org/0000-0002-8350-3134)

Monetary transmission mechanism under martial law in Ukraine

Abstract. The article investigates the peculiarities of the monetary transmission mechanism (MTM) functioning during martial law in Ukraine. The study establishes its economic nature, determines the effectiveness of monetary transmission channels, analyzes the impact of wartime factors on the monetary and credit sphere, and evaluates the influence of the central bank's monetary decisions on the real sector of the economy.

Introduction. The object of the research is the Monetary Transmission Mechanism (MTM) of the National Bank of Ukraine (NBU), viewed as a complex system of economic interrelations that transmits the regulator's decisions to the financial market and the real sector of the economy. The key characteristics of the MTM are identified as its two-phase structure (impact on the financial market followed by the real sector), its multi-channel nature, the presence of time lags (up to 18 months in Ukraine), the capacity for managed shock smoothing, and its critical dependence on the stability of the banking system and trust in the regulator.

Problem Statement. The full-scale russian invasion on February 24, 2022, created an environment of extreme uncertainty, making reliable forecasting impossible and compelling the National Bank of Ukraine to adapt its monetary policy to crisis conditions. The primary problem lies in the decreased efficiency of traditional market-based MTM levers and the weakening influence of its channels on inflation under martial law.

Unresolved Aspects of the problem. The specific features of MTM functioning during active hostilities require further study. Debatable issues include the expediency of fiscal dominance (monetary financing of the budget), the consequences of prolonged administrative and currency restrictions, and the impact of digitalization and virtual assets on the transparency of monetary circulation and the efficacy of monetary constraints.

Purpose of the Article. The goal of the research is to analyze the characteristics, effectiveness, and transformation of Ukraine's monetary transmission mechanism channels under martial law, as well as to evaluate the impact of the NBU's monetary decisions on the real sector of the economy and macro-financial stability.

Presentation of the main material. The article explores the functioning of key transmission channels: interest rate, exchange rate, credit, asset price, and expectations channels. It analyzes changes in the NBU's operational design, specifically the transition from classic inflation targeting to a specialized format involving a fixed exchange rate and the implementation of stringent currency limits. Particular attention is paid to the dynamics of the UONIA (Ukrainian OverNight Index Average), deposit rates, and the yields on Domestic Government Bonds (DGBs) as instruments of monetary influence. It is established that the monetary decisions of the National Bank of Ukraine had both positive and restrictive consequences for the real sector of the economy under wartime conditions.

Conclusions. The results of the study demonstrate that monetary transmission during the war has become less market-oriented and more dependent on administrative controls and external aid. The exchange rate channel emerged as the most effective, serving as a "nominal anchor" for stability through the fixed rate. Meanwhile, the credit channel proved ineffective due to high risks, and the interest rate channel operates with significant time lags. The practical significance of the research lies in the substantiation that, despite deformations, the MTM enabled a reduction in inflation from 26.6% to nearly 5% and supported economic recovery in 2023, confirming its role as a central element of state economic policy under the risks of martial law.

Keywords: *monetary policy, monetary transmission mechanism, monetary transmission channels, inflation, National Bank of Ukraine, real sector of the economy.*

Figures: 4; References: 20

JEL Classification: E52, E58, E42

For citation: Gonchar Kateryna. Monetary transmission mechanism under martial law in Ukraine. *Financial and Credit Systems: Prospects for Development*. №2(21)2026. P. 24-38. <https://doi.org/10.26565/2786-4995-2026-2-02> [in Ukrainian]

References

1. Farina, O. (2016). Nonlinear exchange rate pass-through to domestic prices in Ukraine. *Visnyk of the National Bank of Ukraine*, (236), 30-42. DOI: <https://doi.org/10.26531/vnbu2016.236.030>
2. Fedirko, M. (2012). Transmission mechanism of the monetary policy of the European Monetary Union. *The World of Finance*, (4), 218-230. Retrieved from: <https://api.dspace.wunu.edu.ua/api/core/bitstreams/36605f33-f560-4591-ab29-a080bb775193/content> [in Ukrainian]
3. Zholud, O., Lepushynskyi, V., & Nikolaychuk, S. (2019). Effectiveness of the monetary transmission mechanism in Ukraine since the adoption of inflation targeting. *Visnyk of the National Bank of Ukraine*, (247), 19-37. DOI: <https://doi.org/10.26531/vnbu2019.247.02>

4. Chmielewski, T., Kocięcki, A., Łyziak, T., Przystupa, J., Stanisławska, E., Walerych, M., & Wróbel, E. (2020). *Monetary policy transmission mechanism in Poland* (NBP Working Paper No. 329). Narodowy Bank Polski, Economic Institute. Retrieved from: https://static.nbp.pl/publikacje/materialy-i-studia/329_en.pdf
5. Sharma, N. K., & Bicch, M. (2018). The properties of inflation expectations: Evidence for India. *Economia*, 19(1), 74-89. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.econ.2017.12.002>
6. Beniak, P. (2019). *Central bank digital currency and monetary policy: a literature review*. MPRA Paper 96663. University Library of Munich, Germany. Retrieved from: https://mpra.ub.uni-muenchen.de/96663/1/MPRA_paper_96663.pdf
7. Dadashova, P. A. (2016). Interest rate and credit channels of the transmission mechanism in the macroeconomic environment of Ukraine. *Economy and Forecasting*, (3), 119-136. Retrieved from: <https://ekmair.ukma.edu.ua/items/c2b816a1-6374-426e-9870-e01713be6521> [in Ukrainian]
8. Dziubliuk, O. (2023). Features of the monetary policy transmission mechanism in Ukraine under martial law. *Economic Analysis*, 33(3), 247–256. DOI: <https://doi.org/10.35774/econa2023.03.247> [in Ukrainian]
9. Kubakh, T. H., & Kovaliova, Ye. M. (2021). Monetary policy transmission mechanism: Theoretical component. *Sumy State University Bulletin. Series: Economics*, (4), 131–141. DOI: <https://doi.org/10.21272/1817-9215.2021.4-16> [in Ukrainian]
10. National Bank of Ukraine. (n.d.). *Monetary policy strategy of the National Bank of Ukraine*. Retrieved from: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/strategiya-monetarynoy-politiki-natsionalnogo-banku-ukrayini> [in Ukrainian]
11. National Bank of Ukraine. (n.d.). *Basic principles of monetary policy for the period of martial law*. Retrieved from: <https://bank.gov.ua/ua/files/hJTwdlrBPNWeMzk> [in Ukrainian]
12. National Bank of Ukraine. (n.d.). *About monetary policy*. Retrieved from: <https://bank.gov.ua/ua/monetary/about> [in Ukrainian]
13. National Bank of Ukraine. (2022, June 2). *National Bank of Ukraine raised the key policy rate to 25%* [News release]. Retrieved from: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/natsionalniy-bank-ukrayini-pidvischiv-oblikovu-stavku-do-25> [in Ukrainian]
14. *Official website of the National Bank of Ukraine*. (n.d.). Retrieved from: <https://bank.gov.ua> [in Ukrainian]
15. National Bank of Ukraine. (2023). *Inflation report, July 2023*. Retrieved from: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/IR_2023-Q3.pdf?v=4 [in Ukrainian]
16. National Bank of Ukraine. (2023, July 27). *National Bank of Ukraine lowered the key policy rate to 22%* [News release]. Retrieved from: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/natsionalniy-bank-ukrayini-zniziv-oblikovu-stavku-do-22> [in Ukrainian]
17. Cabinet of Ministers of Ukraine. (2001). *On the issuance of domestic government loan bonds* (Resolution No. 80). Retrieved from: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/80-2001-%D0%BF#Text> [in Ukrainian]
18. National Bank of Ukraine. (n.d.). *Primary market for domestic government loan bonds*. Retrieved from: <https://bank.gov.ua/ua/markets/primary-ovdp-chart> [in Ukrainian]
19. National Bank of Ukraine. (2023, June). *National Bank takes further steps to strengthen monetary transmission* [News release]. Retrieved from: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/natsionalniy-bank-vjivaye-podalshih-zahodiv-dlya-posilennya-monetarynoy-transmissiyi-ta-stimulyuvannya-konkurentsiyi-bankiv-za-strokovy-koshti-vkladnikiv> [in Ukrainian]
20. National Bank of Ukraine. (n.d.). *Basic principles of monetary policy for the medium term*. Retrieved from: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/MPG_2024-mt.pdf [in Ukrainian]

Received: 15.02.2026

Accepted: 10.05.2026

Received after review: 22.04.2026

Published: 30.06.2026

Authors Contribution: All authors have contributed equally to this work

Conflict of Interest: The authors declare no conflict of interest