

doi: <https://doi.org/10.33763/finukr2024.03.027>

УДК 336.02:336.71:336.743:336.748.7:336.77:336.717.3:336.27

Д. М. Гладких

доктор економічних наук, доцент, головний консультант відділу економічної стратегії Національного інституту стратегічних досліджень, Київ, Україна
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0001-5276-5521>

О. О. Любіч

доктор економічних наук, професор, заслужений економіст України, віце-президент ДННУ "Академія фінансового управління", Київ, Україна, alyubich@ukr.net
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-9339-4242>

**ОБЛІКОВА СТАВКА НБУ:
НАСЛІДКИ ТА ДОЦІЛЬНІСТЬ ПОДАЛЬШОГО ЗНИЖЕННЯ**

Анотація. *Вступ.* До цілей останнього за хронологією підвищення рівня облікової ставки з 10 до 25 % у червні 2022 р. належали: захист заощаджень і доходів фізичних осіб у національній валюті; зростання привабливості активів, номінованих у гривні; послаблення тиску надлишкової ліквідності на валютному ринку; розширення можливостей регулятора підтримувати курсову стабільність гривні та забезпечувати його контроль за інфляційними процесами на тлі продовження воєнних дій. Збільшення рівня облікової ставки також мало підвищити дохідність облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП) та депозитних сертифікатів Національного банку України (НБУ), ставки за депозитами в національній валюті й вартість обслуговування гривневих кредитів для юридичних і фізичних осіб. Протягом майже 15 місяців облікова ставка зберігалась на рівні 25 % річних, натомість із кінця липня 2023 р. на тлі тривалої позитивної динаміки інфляції регулятор розпочав цикл поступового пом'якшення монетарної політики. Оприлюднена НБУ звітність фінансового та зовнішнього секторів економіки, наглядова статистика станом на 1 грудня 2023 р. дають змогу проаналізувати деякі проміжні результати такого пом'якшення.

Проблематика. Визначення попередніх наслідків та обґрунтування доцільності подальшого поступового зниження рівня облікової ставки НБУ, спрямованого на подолання ключових проблем грошово-кредитної системи в умовах воєнного стану.

Мета – аналіз ключових проміжних результатів поступового зниження облікової ставки в Україні, що безпосередньо впливають на виконання грошово-кредитною системою своїх основних функцій, та обґрунтування необхідних заходів з боку держави, спрямованих на подолання наявних негативних тенденцій у монетарній сфері.

Методи. Використано загальнонаукові та спеціальні методи: опису, порівняння, аналізу, групування, синтезу, теоретичного узагальнення, абстрактно-логічний.

Результати. Проаналізовано ключові попередні наслідки поступового зниження рівня облікової ставки в Україні, зокрема: динаміку залученого банками рефінансування, інвестицій банків у депозитні сертифікати НБУ, інвестицій регулятора та банків у ОВДП, корпоративного й роздрібного кредитування, банківських депозитів домашніх господарств і корпорацій у розрізі строків та валют, окремі показники валютного ринку.

Висновки. Ключовими позитивними наслідками зниження рівня облікової ставки є: поступове відновлення кредитної активності банків; переорієнтація інвестицій банків з придбання депозитних сертифікатів НБУ у бік нарощування інвестицій в ОВДП, що дало змогу припинити емісійне фінансування бюджетного дефіциту з боку НБУ; збереження додатної дохідності строкових депозитів у національній валюті, що стимулює населення до подальшого збільшення обсягу банківських вкладів. Натомість практика стерилізації "зайвої" ліквідності банківських установ шляхом купівлі ними овернайт та тримісячних депозитних сертифікатів НБУ про-

довжується і провокує подальше зростання обсягу надлишкової ліквідності банківської системи внаслідок збереження доволі високого рівня дохідності цього інструменту. Очікувана консервація помірних темпів інфляції в короткостроковій перспективі зумовлює доцільність подальшого поступового зниження рівня облікової ставки в разі збереження додатної дохідності строкових депозитів населення в національній валюті. З метою зміни наявних негативних тенденцій у монетарній сфері необхідно: поступово знизити рівень дохідності депозитних сертифікатів НБУ до рівня дохідності “коротких” ОВДП; забезпечити синхронізацію рівнів дохідності “нових” гривневих строкових депозитів фізичних осіб у розрізі строків на рівні п’яти державних банків; розглянути можливість повернення до практики часткового обов’язкового продажу валютних надходжень експортерів на рівні щонайменше 50 % на період дії воєнного стану; активізувати застосування немонетарних методів за заходів антиінфляційної політики з урахуванням солідарної відповідальності Уряду і регулятора за антиінфляційну політику.

Ключові слова: облікова ставка, НБУ, банки, інфляція, гривня, валюта, курс, кредити, депозити, облігації внутрішньої державної позики (ОВДП).

Табл. 13. Літ. 28.

Dmytro Hladkyh

Dr. Sc. (Economics), Associate Professor,
National Institute for Strategic Studies,
Kyiv, Ukraine
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0001-5276-5521>

Oleksandr Lyubich

Dr. Sc. (Economics), Professor, Honored Economist
of Ukraine, SESE “The Academy of Financial
Management”, Kyiv, Ukraine, alyubich@ukr.net
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-9339-4242>

NBU KEY RATE: CONSEQUENCES AND FEASIBILITY OF FURTHER REDUCTION

Abstract. Introduction. The purpose of the latest increase in the key rate from 10% to 25% in June 2022 is the following: protection of savings and income of individuals in national currency; increasing attractiveness of hryvnia-denominated assets; easing the pressure of excess liquidity on the foreign exchange market; strengthening the ability of the NBU to ensure exchange rate stability and streamline inflationary processes during the war. The increase in the key rate was also supposed to increase the yield on domestic government loan bonds and deposit certificates of the National Bank of Ukraine (NBU), rates on line deposits in the national currency, and the cost of servicing hryvnia loans for legal entities and individuals. Over a period of up to 15 months, the key rate remained at the same level of 25%. As the dynamics of inflation faded, the regulator started a cycle of gradual easing of monetary policy. allows to analyze the intermediate results of such a reduction. Reporting of the financial and external sectors of the economy published by the NBU and supervisory statistics as of December 1, 2023 allow to analyze the intermediate results of the reduction.

Problem Statement. Determining the preliminary consequences and justifying the expediency of further gradual reduction of the NBU key rate aimed at overcoming the main problems of the monetary and credit system of Ukraine in the conditions of martial law.

The *purpose* is the analysis of the main intermediate results of the gradual reduction of the key rate in Ukraine, which directly affect the performance of its key functions by the monetary and credit system of Ukraine, and justification of the most urgent state measures aimed at overcoming the current negative trends in the monetary sphere.

Methods. General scientific and special methods are used: analysis, synthesis, grouping, description, comparison, theoretical generalization and abstract-logical.

Results. The key preliminary consequences of the gradual reduction of the key rate in Ukraine are analyzed, in particular: the dynamics of refinancing attracted by banks,

bank investments in NBU deposit certificates, investments of the regulator and banks in domestic government loan bonds (OVDs), corporate and retail lending, bank deposits of households and corporations by terms and currencies, individual indicators of the foreign exchange market.

Conclusions. The key positive consequences of the key rate reduction are: gradual recovery of banks' credit activity; reorientation of banks' investments from the purchase of NBU deposit certificates to increasing investments in OVDs, which made it possible to stop emission financing of the budget deficit by the NBU; maintaining a positive yield on term deposits in the national currency, which stimulates the population to further increase the volume of bank deposits. Instead, the practice of sterilizing the "excess" liquidity of banking institutions through their purchase of overnight and three-month deposit certificates of the NBU continues and provokes a further increase in the volume of excess liquidity of the banking system due to a fairly high level of profitability of this instrument. Expected conservation of moderate rates of inflation in the short term determines the expediency of a further gradual decrease in the level of the key rate, provided that the positive return on time deposits of the population in the national currency is maintained. To overcome the current negative trends in the monetary sphere it is advisable: to consider the possibility of reducing the yield of NBU deposit certificates to a level comparable to the yield of "short" OVDs; to ensure the synchronization of the yield of "new" time deposits of the population in the national currency by terms at the level of five state banks; to consider the expediency of resuming the practice of compulsory sale of part of the foreign currency earnings of exporters at the level of at least 50% during the period of martial law; to intensify the use of non-monetary methods and anti-inflation policy measures, taking into account the joint responsibility of the government and regulator for anti-inflation policy.

Keywords: discount rate, NBU, banks, inflation, hryvnia, currency, exchange rate, loans, deposits, domestic government loan bonds (OVD).

JEL classification: E42, E51, E52, E58.

Вступ. Цілями останнього за хронологією зростання рівня облікової ставки з 10 до 25 % у червні 2022 р. було визначено: захист заощаджень і доходів фізичних осіб у національній валюті; підвищення привабливості активів, номінованих у гривні; послаблення тиску надлишкової ліквідності на валютному ринку; збільшення можливостей регулятора підтримувати курсову стабільність гривні й забезпечувати його контроль за інфляційними процесами на тлі продовження воєнних дій. Зростання рівня облікової ставки також мало підвищити дохідність ОВДП та депозитних сертифікатів Національного банку України (НБУ), ставки за депозитами в національній валюті та вартість обслуговування гривневих кредитів для юридичних і фізичних осіб. Протягом майже 15 місяців облікова ставка зберігалася на рівні 25 % річних, натомість із кінця липня 2023 р. на тлі тривалої позитивної динаміки інфляції регулятор розпочав цикл поступового пом'якшення монетарної політики. Оприлюднена НБУ звітність фінансового та зовнішнього секторів економіки, наглядова статистика станом на 1 грудня 2023 р. дають змогу проаналізувати окремі проміжні результати такого пом'якшення.

Аналіз досліджень і постановка проблеми. Проблематика фінансової системи України та грошово-кредитної політики держави є предметом до-

сліджень багатьох вітчизняних фахівців, зокрема О. І. Барановського [1], Т. М. Болгар [2], В. М. Гейця [3], Б. М. Данилишина [4], О. В. Дзюблюка [5], Т. І. Єфименко [6], В. В. Коваленко [7], С. О. Корабліна [8], С. В. Науменкової [10], Н. П. Шульги [9] та ін. Натомість актуальним і дискусійним наразі є комплекс питань, пов'язаних із побудовою адекватного механізму вирішення проблем монетарної сфери, що пов'язані з тривалим та інтенсивним збройним конфліктом. Зокрема, в експертному колі триває дискусія [4; 11] щодо пріоритетів застосування основних інструментів грошово-кредитного регулювання (грошова маса або облікова ставка) на тлі доволі високих темпів цінового зростання та пролонгації воєнних дій.

Мета – аналіз ключових проміжних результатів поступового зниження облікової ставки в Україні, що безпосередньо впливають на виконання грошово-кредитною системою своїх основних функцій, та обґрунтування необхідних заходів з боку держави, спрямованих на подолання наявних негативних тенденцій у монетарній сфері.

Методи дослідження. Використано загальнонаукові й спеціальні методи: опису, порівняння, аналізу, групування, синтезу, теоретичного узагальнення, абстрактно-логічний.

Результати дослідження. Облікова ставка НБУ є ключовою ставкою та основним інструментом процентної політики регулятора [12]. Від її динаміки безпосередньо залежить рівень ставок, що фіксують коридор процентних ставок за інструментами постійного доступу й дають змогу формувати ринкові ставки на рівні, близькому до поточного рівня облікової ставки, отже, виконувати базову операційну ціль НБУ.

У процесі зміни ключової ставки та інших ставок за своїми операціями з банками регулятор впливає на умови, згідно з якими банки укладають договори на грошовому ринку, отже – і на ціну короткострокових кредитних ресурсів. За допомогою механізму переливу капіталу між різними сегментами ринку фінансових послуг собівартість (дохідність) короткострокових ресурсів діє на процентні ставки банків за депозитними й кредитними угодами з юридичними і фізичними особами, валютний курс гривні та рівні доходності інших фінансових інструментів. Таким чином, через зміну облікової ставки НБУ у непрямий спосіб впливає на ключові макроекономічні показники, зокрема на ВВП та індекс середніх цін (ІСЦ).

Протягом перших місяців збройного конфлікту на тлі очевидного психологічного шоку облікова ставка та інші ключові грошово-кредитні інструменти не справляли помітного впливу на процес функціонування грошово-кредитного, міжбанківського, безготівкового й готівкового валютного ринків. Отже, протягом лютого – початку червня 2022 р. регулятор свідомо відкладав назрілі рішення про зміну рівня облікової ставки, залишаючи її на позначці 10 % річних. Натомість повільна адаптація суб'єктів господарювання та населення до принципово нових реалій і трансформація психологічного шоку в бік повернення до суто економічної логіки прийняття рішень зумовили необхідність повернення регулятора до активної процентної по-

літики, що сформувало передумови для підвищення рівня облікової ставки до 25 % на початку червня 2022 р.

У міру загального відновлення економіки, поступового зниження темпів цінового зростання до прийнятних значень та внаслідок реалізації заходів із покращання монетарної трансмісії облікова ставка поступово зростає, що створює необхідні передумови для відновлення регулятором режиму інфляційного таргетування вже в короткостроковій перспективі.

У другій половині 2023 р. на тлі відчутного зниження темпів зростання цін (табл. 1) рівень облікової ставки було знижено чотири рази поспіль: з 28 липня 2023 р. – до 22 % [13], з 15 вересня 2023 р. – до 20 % [14], з 27 жовтня 2023 р. – до 16 % [15], з 15 грудня 2023 р. – до 15 % річних [16]. Відповідно, ставку за основною операцією НБУ з продажу депозитних сертифікатів овернайт встановлено на рівні 15 %, за тримісячними сертифікатами – 19, а за кредитами рефінансування – 21 %.

Таблиця 1. Динаміка інфляції в річному вимірі
в червні – листопаді 2023 р. (на кінець періоду)

Показник	Червень 2023 р.	Липень 2023 р.	Серпень 2023 р.	Вересень 2023 р.	Жовтень 2023 р.	Листопад 2023 р.
Індекс споживчих цін (до відповідного місяця попереднього року), %	12,8	11,3	8,6	7,1	5,3	5,1

Складено за: [17].

Аналіз динаміки окремих монетарних показників у червні – листопаді 2023 р. дає підстави визначити такі основні наслідки поступового зниження облікової ставки після її тривалого утримання на високому рівні.

Надалі зменшується обсяг наданого банкам рефінансування (табл. 2) – зі 153 млрд грн станом на 1 червня 2022 р. (до підвищення облікової ставки до рівня 25 %) до 40 млрд грн на 1 грудня 2023 р. При цьому обсяг “чистого” рефінансування (наданого працюючим банкам без урахування кредитів НБУ, що “застрягли” у виведених з ринку установах) знизився до мінімальної позначки 2,4 млрд грн. Очевидно, що основними факторами прискорення процесу повернення банками рефінансування стали висока собівартість цих ресурсів для них та збереження істотного профіциту ліквідності банківської системи загалом.

Таблиця 2. Динаміка обсягу наданих НБУ кредитів рефінансування
в червні – листопаді 2023 р. (на кінець періоду), млрд грн

Показник	Червень 2023 р.	Липень 2023 р.	Серпень 2023 р.	Вересень 2023 р.	Жовтень 2023 р.	Листопад 2023 р.
Надані НБУ кредити рефінансування	43,6	43,1	42,1	41,4	40,1	40,0

Складено за: [18].

Триває активне інвестування вільних ресурсів банків у депозитні сертифікати (табл. 3), портфель яких зріс зі 163 млрд грн станом на 1 червня 2022 р. до 522 млрд грн на 1 грудня 2023 р. Очевидно, основним фактором нарощення обсягів портфеля сертифікатів НБУ для банків стало утримання доволі високого рівня дохідності цього інструменту на тлі нульової ймовірності неповернення коштів.

Таблиця 3. Динаміка обсягу депозитних сертифікатів НБУ в портфелі банків у червні – листопаді 2023 р. (на кінець періоду), млрд грн

Показник	Червень 2023 р.	Липень 2023 р.	Серпень 2023 р.	Вересень 2023 р.	Жовтень 2023 р.	Листопад 2023 р.
Депозитні сертифікати	479,0	495,3	507,6	514,4	490,5	522,4

Складено за: [18].

Банки відновили інвестування в ОВДП (табл. 4). Протягом червня – листопада 2023 р. портфель ОВДП банків зріс на 80 млрд грн – з 611 млрд до 691 млрд грн. Очевидно, що основним фактором відновлення попиту на ОВДП з боку банків стало поступове наближення рівня їхньої дохідності (станом на 26 грудня 2023 р. – від 16,5 % для шестимісячних ОВДП до 18,6 % для трирічних [19]) до рівня дохідності депозитних сертифікатів НБУ.

Таблиця 4. Динаміка обсягу ОВДП у портфелі банків у червні – листопаді 2023 р. (на кінець періоду), млрд грн

Показник	Червень 2023 р.	Липень 2023 р.	Серпень 2023 р.	Вересень 2023 р.	Жовтень 2023 р.	Листопад 2023 р.
ОВДП у портфелі банків	611,0	621,8	619,8	636,7	667,5	691,4

Складено за: [18].

Покриття бюджетного дефіциту за рахунок коштів НБУ припинено (табл. 5). Після досягнення максимуму (775 млрд грн на 1 травня 2023 р.) обсяг інвестицій Національного банку в боргові цінні папери Уряду протягом червня – листопада 2023 р. зменшився до 727 млрд грн, імовірно, на тлі їх поступового погашення. Очевидно, що продовження практики фіскального домінування та емісійного фінансування дефіциту державного бюджету формувало одну з ключових загроз макроекономічній стабільності держави. Натомість зниження рівня облікової ставки, підкріплене відповідним зниженням дохідності альтернативних інструментів інвестування для банків (овернайт та тримісячних депозитних сертифікатів), стимулює останні поступово переорієнтувати власні кошти в напрямі придбання ОВДП, що звільнює НБУ від необхідності емісійного фінансування бюджетного дефіциту.

Корпоративне кредитування у гривні демонструє перші ознаки поступового відновлення (табл. 6). Обсяг банківських кредитів, наданих нефінансовим

Таблиця 5. Динаміка обсягу ОВДП у портфелі НБУ
в червні – листопаді 2023 р. (на кінець періоду), млрд грн

Показник	Червень 2023 р.	Липень 2023 р.	Серпень 2023 р.	Вересень 2023 р.	Жовтень 2023 р.	Листопад 2023 р.
ОВДП у портфелі НБУ	738,6	740,7	738,8	736,7	737,8	727,0

Складено за: [18].

Таблиця 6. Динаміка обсягу банківських кредитів,
наданих нефінансовим корпораціям
у червні – листопаді 2023 р. (на кінець періоду)

Показник	Червень 2023 р.	Липень 2023 р.	Серпень 2023 р.	Вересень 2023 р.	Жовтень 2023 р.	Листопад 2023 р.
Кредити банків у національній валюті, млрд грн	479,8	479,6	481,4	488,5	488,7	493,7
Кредити банків в іноземній валюті, млрд дол. США	6,2	6,3	6,3	6,2	6,3	6,4

Складено за: [20].

корпораціям у національній валюті, протягом червня – листопада 2023 р. зріс із 480 млрд до 494 млрд грн, що перевищує “довоєнний” рівень (486 млрд грн на 1 лютого 2022 р.), проте набагато нижче максимуму, зафіксованого на 1 червня 2022 р. (530 млрд грн) та, ймовірно, пов’язаного з фінансуванням посівної кампанії 2022 р. у межах відповідної державної програми. Натомість корпоративний кредитний портфель у валюті протягом червня – листопада 2023 р. також відновив поступове зростання після тривалого скорочення з “довоєнного” значення в 10,0 млрд дол. США на 1 лютого 2022 р.

Роздрібне кредитування у гривні відновлюється активніше, ніж корпоративне (табл. 7). Обсяг банківських кредитів, наданих фізичним особам у гривні, протягом червня – листопада 2023 р. зріс із 207 млрд до 227 млрд грн, проте дотепер перебуває нижче “довоєнного” рівня (240 млрд грн станом на 1 лютого 2022 р.).

Динаміка коштів нефінансових корпорацій у гривні також є позитивною: їх обсяг має тенденцію подальшого зростання (табл. 8) – з 607 млрд грн

Таблиця 7. Динаміка обсягу банківських кредитів,
наданих домашнім господарствам
у червні – листопаді 2023 р. (на кінець періоду), млрд грн

Показник	Червень 2023 р.	Липень 2023 р.	Серпень 2023 р.	Вересень 2023 р.	Жовтень 2023 р.	Листопад 2023 р.
Кредити в національній валюті	207,0	209,6	215,3	215,7	220,2	227,4

Складено за: [20].

Таблиця 8. Динаміка обсягу банківських депозитів нефінансових корпорацій у червні – листопаді 2023 р. (на кінець періоду)

Показник	Червень 2023 р.	Липень 2023 р.	Серпень 2023 р.	Вересень 2023 р.	Жовтень 2023 р.	Листопад 2023 р.
Депозити в національній валюті, млрд грн	607,3	636,6	629,3	632,6	644,5	670,0
Депозити в іноземній валюті, млрд дол. США	7,6	7,7	7,6	7,1	7,3	7,1

Складено за: [21].

станом на 1 липня 2023 р. до 670 млрд грн на 1 грудня 2023 р. При цьому обсяг гривневої ліквідності в розпорядженні корпорацій порівняно з початком війни (427 млрд грн на 1 лютого 2022 р.) збільшився на 57 %, що може пояснюватись радикальним збільшенням видатків бюджету в умовах війни, які в подальшому акумулюються на рахунках юридичних осіб. При цьому обсяг валютних коштів нефінансових корпорацій відносно початку війни практично не змінився та перебуває на рівні 7,1 млрд дол. США, що може пояснюватись негативною динамікою експорту товарів і послуг порівняно з періодом до початку війни.

Вклади фізичних осіб у гривні демонструють зростання в частині як коштів до запитання, так і строкових депозитів (табл. 9). Збільшення поточних вкладів у національній валюті (з початку війни – з 282 млрд до 487 млрд грн) відбувається, можливо, як результат погіршення фінансової інклюдії, що відображається у скороченні доступу до них певної частки військових, фізичних осіб на окупованій території та осіб, котрі тимчасово перебувають за кордоном. Водночас збільшення строкових депозитів фізичних осіб у національній валюті (з початку війни – з 200 млрд до 268 млрд грн) пояснюється насамперед утриманням додатної (відносно показника інфляції) дохідності строкових гривне-

Таблиця 9. Динаміка обсягу банківських депозитів домашніх господарств у червні – листопаді 2023 р. (на кінець періоду)

Показники	Червень 2023 р.	Липень 2023 р.	Серпень 2023 р.	Вересень 2023 р.	Жовтень 2023 р.	Листопад 2023 р.
Депозити в національній валюті, млрд грн	700,1	712,8	718,1	735,0	733,2	755,1
У т. ч.: поточні	472,0	483,4	466,0	476,3	471,1	487,1
строкові	228,1	229,4	252,0	258,7	262,1	267,9
Депозити в іноземній валюті, млрд дол. США	10,7	10,7	10,7	10,9	11,1	11,3
Середньозважена ставка за новими строковими депозитами в національній валюті на термін до 1 року, %	14,1	14,7	14,0	13,6	13,2	13,1

Складено за: [21; 22].

вих вкладів протягом останніх місяців [22] навіть на тлі значного зниження рівня облікової ставки. Отже, цикл зниження рівня облікової ставки й відповідного поступового зниження дохідності “нових” гривневих депозитів не зупинив процес нарощування гривневих строкових депозитів населення.

Натомість *строкові депозити фізичних осіб в іноземній валюті також мають тенденцію неухильного зростання*, їх обсяг на 1 грудня 2023 р. (11,3 млрд дол. США) істотно перевищив “довоєнний” рівень 10,3 млрд дол. США станом на 1 лютого 2022 р.

Як зазначалося, за допомогою механізму переливу капіталу між різними сегментами ринку фінансових послуг, інструментом якого є облікова ставка, регулятор непрямо впливає, зокрема, і на обмінний курс гривні. З огляду на це розглянемо динаміку окремих показників валютного ринку України у другій половині 2023 р.

Національний банк продовжує підтримку курсу гривні на безготівковому міжбанківському ринку, витративши для цього шляхом регулярних інтервенцій 14,6 млрд дол. США (в еквіваленті) протягом червня – листопада 2023 р. (табл. 10). Таким чином, попри відмову від практики фіксованого курсу безготівкової валюти та перехід з 3 жовтня 2023 р. до режиму керованої гнучкості обмінного курсу [23], підтримка курсової стабільності національної валюти відбувається високою ціною, що вкрай негативно впливає на ключові показники державного боргу та динаміку міжнародних резервів країни.

Таблиця 10. Динаміка інтервенцій НБУ на міжбанківському валютному ринку в червні – листопаді 2023 р. (за період), млн дол. США

Показник	Червень 2023 р.	Липень 2023 р.	Серпень 2023 р.	Вересень 2023 р.	Жовтень 2023 р.	Листопад 2023 р.
Інтервенції НБУ на безготівковому валютному ринку (сальдо)	1798	1933	2364	2691	3337	2453

Складено за: [24].

Підтримка курсової стабільності національної валюти за допомогою інтервенцій на міжбанківському ринку зумовлює скорочення міжнародних резервів країни (табл. 11). Після досягнення історичного максимуму (41,7 млрд дол. США на 1 липня 2023 р.), незважаючи на щомісячне надходження значних сум грантового та боргового фінансування з боку міжна-

Таблиця 11. Динаміка обсягу міжнародних резервів у червні – листопаді 2023 р. (на кінець періоду), млрд дол. США

Показник	Червень 2023 р.	Липень 2023 р.	Серпень 2023 р.	Вересень 2023 р.	Жовтень 2023 р.	Листопад 2023 р.
Міжнародні резерви	39,0	41,7	40,4	39,7	39,0	38,8

Складено за: [25].

родних партнерів, протягом липня – листопада 2023 р. міжнародні резерви країни демонстрували помірно негативну динаміку, скоротившись загалом майже на 3 млрд дол. США.

Натомість на готівковому валютному ринку в червні – листопаді 2023 р. спостерігалася відносна стабільність курсу з незначною амплітудою коливань (табл. 12). Середньозважений курс продажу на готівковому валютному ринку в цей період зріс із 37,24 до 37,69 грн / дол. США, купівлі – з 36,91 до 37,40 грн / дол. США.

Таблиця 12. Середньозважений курс гривні за операціями з готівковою валютою в червні – листопаді 2023 р. (за період), дол. США

Показник / Період	Червень 2023 р.	Липень 2023 р.	Серпень 2023 р.	Вересень 2023 р.	Жовтень 2023 р.	Листопад 2023 р.
Середньозважений курс гривні (продаж)	37,24	37,29	37,80	38,07	38,05	37,69
Середньозважений курс гривні (купівля)	36,91	36,92	37,42	37,74	37,74	37,40

Складено за: [24].

Водночас унаслідок процесу лібералізації торгівлі на готівковому валютному ринку середньомісячний обсяг торгів (табл. 13) повернувся до “передвоєнного” рівня, що становив 1,5–2 млрд дол. США на місяць.

Таблиця 13. Динаміка обсягу операцій з готівковою іноземною валютою у червні – листопаді 2023 р. (за період), млн дол США в еквіваленті

Показник	Червень 2023 р.	Липень 2023 р.	Серпень 2023 р.	Вересень 2023 р.	Жовтень 2023 р.	Листопад 2023 р.
Обсяг операцій (продаж)	1574	1508	1669	1548	1749	1713
Обсяг операцій (купівля)	1398	1382	1489	1365	1369	1339

Складено за: [24].

Отже, можна констатувати, що чотириразове поспіль зниження рівня облікової ставки НБУ в другій половині 2023 р. само по собі (без урахування чинника активного використання міжнародних резервів для підтримки відносної стабільності валютного курсу гривні) не мало суттєвого негативного впливу на курсову динаміку гривні та інші розглянуті показники валютного ринку України в цей період.

Висновки

1. Ключовим позитивним наслідком зниження рівня облікової ставки є обережне та поступове відновлення кредитної активності банків у частині як корпоративного, так і (більшою мірою) роздрібного кредитування.

2. Наступним позитивним результатом пом'якшення монетарної політики регулятора стала поступова переорієнтація інвестицій банків із придбання

депозитних сертифікатів НБУ в бік нарощування інвестицій в ОВДП, що дало змогу припинити емісійне фінансування бюджетного дефіциту з боку НБУ.

3. Збереження додатної (відносно порівняно низької інфляції) дохідності строкових депозитів у національній валюті, попри зниження рівня облікової ставки, стимулює населення до подальшого збільшення обсягу банківських вкладів, що додатково зміцнює ресурсну базу банківської системи.

4. Натомість практика стерилізації “зайвої” ліквідності банківських установ шляхом купівлі ними овернайт та тримісячних депозитних сертифікатів НБУ продовжується та провокує подальше зростання обсягу надлишкової ліквідності банківської системи внаслідок збереження доволі високого рівня дохідності цього інструменту, адже отримані банками значні додаткові процентні доходи від придбання депозитних сертифікатів НБУ спричиняють не зменшення, а подальше накопичення ліквідності.

5. Інші ключові тенденції монетарної сфери (скорочення міжнародних резервів, фактичне призупинення процесу рефінансування банків, зростання пасивів нефінансових корпорацій, збереження відносної курсової стабільності гривні на тлі відмови від практики фіксованого курсу, відновлення готівкового валютного ринку) або мають нейтральний характер, або не пов'язані безпосередньо з циклом зниження рівня облікової ставки.

6. Очікувана консервація помірних темпів інфляції в короткостроковій перспективі зумовлює доцільність подальшого поступового зниження рівня облікової ставки в разі збереження додатної дохідності строкових депозитів населення в національній валюті з урахуванням комплексу позитивних ефектів такого зниження для фінансової сфери та економіки загалом.

7. З метою коригування наявних негативних тенденцій у монетарній сфері необхідно:

- забезпечити поступове зниження рівня дохідності депозитних сертифікатів НБУ до “коротких” ОВДП, що стимулюватиме банки активніше переорієнтовувати інвестиції в бік останніх (НБУ);
- упровадити поступову синхронізацію рівнів дохідності “нових” гривневих строкових депозитів фізичних осіб у розрізі строків на рівні п'яти державних банків з метою дієвішого “зв'язування” на депозитних рахунках частини грошової маси, яка “тисне” на ціни споживчого ринку та валютний ринок (Міністерство фінансів України);

Довідково. На 1 жовтня 2023 р. п'ять державних банків (разом) контролюють 53 % відділень [26], 56 % активів та 54 % зобов'язань банківської системи, у т. ч. 65 % вкладів населення [27]. Вони є лідерами ринку банківських послуг, котрі формують базові тренди його розвитку. Очевидно, синхронізація дохідності вкладів державними банками в розрізі строків стимулюватиме інших учасників ринку приєднуватись до цього процесу або встановлювати вищі ставки в межах конкуренції з лідерами, залучаючи до банківської системи додаткові кошти населення.

- визначити доцільність і необхідні терміни повернення до практики часткового обов'язкового продажу валютних надходжень експортерів на рівні щонайменше 50 % на період дії воєнного стану, що стимулюватиме збільшення пропозиції на міжбанківському валютному ринку, а отже, позитивно вплине на динаміку міжнародних резервів країни (НБУ);

Довідково. Динаміка експорту товарів і послуг у січні – листопаді 2023 р. відносно відповідного періоду 2022 р. була від'ємною (зниження з 52,6 млрд до 46,1 млрд дол. США) [28]. Натомість навіть наявний обсяг експорту має забезпечити суттєве збільшення пропозиції на безготівковому валютному ринку у випадку відновлення практики обов'язкового продажу певної частки валютної виручки суб'єктів зовнішньоекономічної діяльності.

- активізувати застосування немонетарних методів та заходів антиінфляційної політики з урахуванням солідарної відповідальності Уряду та регулятора за її реалізацію (Кабінет Міністрів України, Антимонопольний комітет України).

Список використаних джерел

1. Baranovskyi O. I., Kuzheliev M. O., Zherlitsyn D. M., Sokyrko O. S., Nechyporenko A. V. Econometric models of monetary policy effectiveness in Ukraine. *Financial and Credit Activity: Problems of Theory and Practice*. 2019. Vol. 3, No. 30. 226–235. URL: <https://doi.org/10.18371/fcaptp.v3i30.179546>.
2. Haber J. A., Bukhtiarova A., Chorna S., Iastremska O., Bolgar T. Forecasting the level of financial security of the country (on the example of Ukraine). *Investment Management and Financial Innovations*. 2018. Vol. 15, Iss. 3. P 304–317. URL: [http://dx.doi.org/10.21511/imfi.15\(3\).2018.25](http://dx.doi.org/10.21511/imfi.15(3).2018.25).
3. Геєць В. М. Феномен нестабільності – виклик економічному розвитку. Київ : Академперіодика, 2020. 456 с. URL: <https://doi.org/10.15407/akademperiodyka.403.456>.
4. Данилишин Б. М. Керованість інфляцією: наслідки для повоєнного суспільства. *Економічна правда*. 2022. 14 листоп. URL: <https://www.epravda.com.ua/columns/2022/11/14/693781/>.
5. Дзюбляк О. В. Валютно-курсова політика як ключовий фактор макроекономічної стабілізації. *Економічний і соціальний розвиток України в XXI столітті: національна візія і виклики глобалізації* : зб. тез доповідей за матеріалами XV Ювілейної Міжнар. наук.-практ. конф. молодих вчених (29–30 березня 2018 р.). Тернопіль : ТНЕУ, 2018. С. 138–140. URL: <http://dspace.tneu.edu.ua/handle/316497/28311>.
6. Єфименко Т. І. Монетарні інструменти економічної безпеки держави. *Фінанси України*. 2018. № 1. С. 7–30. URL: <https://doi.org/10.33763/finukr2018.01.007>.
7. Коваленко В. В., Зваричук Н. М. Заощадження домогосподарств та їх місце у формуванні ресурсної бази банків. *Science and Practice, Actual Problems, Innovations : Abstracts of VIII International Scientific and Practical Conference*. Amsterdam, 2021. P. 95–101. URL: https://books.google.com.ua/books?hl=en&lr=&id=z6NREAAQBAJ&oi=fnd&pg=PA95&dq=info:txqHGE63a1QJ:scholar.google.com&ots=_8b92ozVkf&sig=k0tQ00A94pJMczGSYNA0WzpMbO8&redir_esc=y#v=onepage&q&f=false.
8. Кораблін С. О. Валютний курс. *Економічна теорія*. 2018. № 2. С. 92–119. URL: http://etet.org.ua/?page_id=530&aid=524.
9. Любич О. О., Шульга Н. П., Бортніков Г. П. Незалежність центрального банку як органу монетарної політики. *Фінанси України*. 2020. № 11. С. 35–55. URL: <https://doi.org/10.33763/finukr2020.11.035>.
10. Науменкова С. В., Міщенко С. В., Міщенко В. І. Ефективність функціонування грошового каналу монетарної трансмісії в Україні. *Економічний простір*. 2022. Вип. 179. С. 108–115. URL: <https://doi.org/10.32782/2224-6282/179-16>.
11. Рябошилик В. Інфляція вже 26,6 %. Чому ж традиційні ліки від НБУ не допомагають? *Дзеркало тижня*. 2022. 20 листоп. URL: <https://zn.ua/ukr/macrolevel/infljatsija-vzhe-26-6-chomu-zh-traditsijni-liki-vid-nbu-ne-dopomahajut.html>.
12. Інструменти монетарної політики / Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/monetary/tools>.

13. Національний банк України знизив облікову ставку до 22 % / Національний банк України. 2023. 27 лип. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/natsionalniy-bank-ukrayini-zniziv-oblikovu-stavku-do-22>.

14. Національний банк України знизив облікову ставку до 20 % / Національний банк України. 2023. 14 верес. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/natsionalniy-bank-ukrayini-zniziv-oblikovu-stavku-do-20>.

15. НБУ встановив облікову ставку на рівні 16 % та водночас залишив незмінними процентні ставки за своїми операціями з банками / Національний банк України. 2023. 26 жовт. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/nbu-vstanoviv-oblikovu-stavku-na-rivni-16-ta-vodnochas-zalishiv-nezminnimi-protsentni-stavki-za-svoyimi-operatsiyami-z-bankami>.

16. Національний банк України знизив облікову ставку до 15 % / Національний банк України. 2023. 14 груд. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/natsionalniy-bank-ukrayini-zniziv-oblikovu-stavku-do-15-17844>.

17. Індекси споживчих цін / Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/macro-indicators#1>.

18. Огляди фінансових корпорацій / Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial>.

19. Результати розміщення облігацій внутрішніх державних позик на дату 26.12.2023 / Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/markets/ovdp-table>.

20. Кредити, надані депозитними корпораціями (крім Національного банку України) / Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial>.

21. Депозити, залучені депозитними корпораціями (крім Національного банку України) / Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial>.

22. Процентні ставки за новими кредитами та новими депозитами у розрізі регіонів / Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial>.

23. НБУ впроваджує керовану гнучкість обмінного курсу, що посилить стійкість валютного ринку та економіки / Національний банк України. 2023. 2 жовт. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/nbu-vprovadjuje-kerovanu-gnuchkist-obminnogo-kursu-scho-posilit-stiykist-valyutnogo-rinku-ta-ekonomiki>.

24. Показники валютного ринку України / Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-external>.

25. Динаміка міжнародних резервів / Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/markets/international-reserves-allinfo/dynamics>.

26. Кількість структурних підрозділів банків (у розрізі банків) на 01.10.2023 / Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/supervision-statist>.

27. Згруповані балансові залишки (у розрізі банків) на 01.10.2023 / Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/supervision-statist>.

28. Огляд платіжного балансу України / Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-external>.

References

1. Baranovskyi, O. I., Kuzheliev, M. O., Zherlitsyn, D. M., Sokyрко, O. S., & Nechy-porenko, A. V. (2019). Econometric models of monetary policy effectiveness in Ukraine. *Financial and Credit Activity: Problems of Theory and Practice*, 3 (30), 226–235. DOI: 10.18371/fcaptp.v3i30.179546

2. Haber, J. A., Bukhtiarova, A., Chorna, S., Iastremska O., & Bolgar T. Forecasting the level of financial security of the country (on the example of Ukraine). *Investment*

Management and Financial Innovations, 15 (3), 304–317. DOI: 10.21511/imfi.15(3).2018.25 [in Ukrainian].

3. Heyets, V. (2020). *The phenomenon of instability as a challenge to economic development*. Kyiv: Akademperiodyka. DOI: 10.15407/akademperiodyka.403.456 [in Ukrainian]. 10.15407/akademperiodyka.403.456

4. Danylyshyn, B. M. (2022, November 14). Controlling Inflation: Implications for Postwar Society. *Economic truth*. Retrieved from www.epravda.com.ua/columns/2022/11/14/693781/ [in Ukrainian].

5. Dziubliuk, O. V. (2018). Exchange rate policy as a key factor of macroeconomic stabilization. In *Economic and Social Development of Ukraine in the 21st Century: National Vision and Challenges of Globalization*, pp. 138–140. Ternopil: TNEU. Retrieved from <http://dspace.tneu.edu.ua/handle/316497/28311> [in Ukrainian].

6. Iefymenko, T. (2018). Monetary tools of the state economic security. *Finance of Ukraine*, 1, 7–30. DOI: 10.33763/finukr2018.01.007 [in Ukrainian].

7. Kovalenko, V. V., & Zvarychuk N. M. (2021). Savings of households and their place in the formation of the resource base of banks. In *Science and Practice, Actual Problems, Innovations* (Abstracts of VIII International Scientific and Practical Conference), pp. 95–101. Amsterdam. Retrieved from books.google.com.ua/books?hl=en&lr=&id=z6NREAAQBAJ&oi=fnd&pg=PA95&dq=info:txqHGE63a1QJ:scholar.google.com&ots=_8b92ozVkf&sig=k0tQ00A94pJMcZGSYNA0WzpMbO8&redir_esc=y#v=onepage&q&f=false [in Ukrainian].

8. Korablin, S. (2018). The exchange rate. *Economic Theory*, 2, 92–119. Retrieved from etet.org.ua/?page_id=530&aid=524 [in Ukrainian].

9. Lyubich, O., Shulha, N., & Bortnikov, G. (2020). Independence of the central bank as a monetary policy authority. *Finance of Ukraine*, 11, 35–55. DOI: 10.33763/finukr2020.11.035 [in Ukrainian].

10. Naumenkova, S., Mishchenko, S., & Mishchenko, V. (2022). The efficiency of the monetary channel of the monetary transmission in Ukraine. *Economic Scope*, 179, 108–115. DOI: 10.32782/2224-6282/179-16 [in Ukrainian].

11. Riaboshlyk, V. (2022, November 20). Inflation is already 26.6%. Why do traditional medicines from NBU not help? *Mirror of the week*. Retrieved from <https://zn.ua/ukr/macrolevel/infljatsija-vzhe-26-6-chomu-zh-traditsijni-liky-vid-nbu-ne-dopomahajut.html> [in Ukrainian].

12. National Bank of Ukraine. (n. d.). *Instruments of monetary policy*. Retrieved from <https://bank.gov.ua/ua/monetary/tools> [in Ukrainian].

13. National Bank of Ukraine. (2023, July 27). *The National Bank of Ukraine reduced the discount rate to 22%*. Retrieved from <https://bank.gov.ua/ua/news/all/natsionalniy-bank-ukrayini-zniziv-oblikovu-stavku-do-22> [in Ukrainian].

14. National Bank of Ukraine. (2023, September 14). *The National Bank of Ukraine reduced the discount rate to 20%*. Retrieved from <https://bank.gov.ua/ua/news/all/natsionalniy-bank-ukrayini-zniziv-oblikovu-stavku-do-20> [in Ukrainian].

15. National Bank of Ukraine. (2023, October 26). *The NBU set the discount rate at the level of 16% and at the same time left unchanged the interest rates for its operations with banks*. Retrieved from <https://bank.gov.ua/ua/news/all/nbu-vstanoviv-oblikovu-stavku-na-rivni-16-ta-vodnochaz-zalishiv-nezmynnimi-protsentni-stavki-za-svoyimi-operatsiyami-z-bankami> [in Ukrainian].

16. National Bank of Ukraine. (2023, December 14). *The National Bank of Ukraine reduced the discount rate to 15%*. Retrieved from <https://bank.gov.ua/ua/news/all/natsionalniy-bank-ukrayini-zniziv-oblikovu-stavku-do-15-17844> [in Ukrainian].

17. National Bank of Ukraine. (n. d.). *Consumer price indices*. Retrieved from <https://bank.gov.ua/ua/statistic/macro-indicators#1> [in Ukrainian].

18. National Bank of Ukraine. (n. d.). *Reviews of financial corporations*. Retrieved from <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial> [in Ukrainian].

19. National Bank of Ukraine. (2023). *Results of placement of domestic state loan bonds as of 12/26/2023*. Retrieved from <https://bank.gov.ua/ua/markets/ovdp-table> [in Ukrainian].
20. National Bank of Ukraine. (n. d.). *Loans granted by deposit corporations (except the National Bank of Ukraine)*. Retrieved from <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial> [in Ukrainian].
21. National Bank of Ukraine. (n. d.). *Deposits attracted by deposit corporations (except the National Bank of Ukraine)*. Retrieved from <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial> [in Ukrainian].
22. National Bank of Ukraine. (n. d.). *Interest rates for new loans and new deposits by region*. Retrieved from <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial> [in Ukrainian].
23. National Bank of Ukraine. (2023, October 2). *The NBU is implementing managed exchange rate flexibility, which will strengthen the stability of the foreign exchange market and the economy*. Retrieved from <https://bank.gov.ua/ua/news/all/nbu-vprovadjuje-ke-rovanu-gnuchkist-obminnogo-kursu-scho-posilit-stiykist-valyutnogo-rinku-ta-ekonomiki> [in Ukrainian].
24. National Bank of Ukraine. (n. d.). *Indicators of the currency market of Ukraine*. Retrieved from <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-external> [in Ukrainian].
25. National Bank of Ukraine. (n. d.). *Dynamics of international reserves*. Retrieved from <https://bank.gov.ua/ua/markets/international-reserves-allinfo/dynamics> [in Ukrainian].
26. National Bank of Ukraine. (2023). *Number of structural subdivisions of banks (by banks) as of 10/01/2023*. Retrieved from <https://bank.gov.ua/ua/statistic/supervision-statist> [in Ukrainian].
27. National Bank of Ukraine. (2023). *Grouped balance sheets (by banks) as of 10/01/2023*. Retrieved from <https://bank.gov.ua/ua/statistic/supervision-statist> [in Ukrainian].
28. National Bank of Ukraine. (n. d.). *Overview of the balance of payments of Ukraine*. Retrieved from <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-external> [in Ukrainian].