

УДК 336.01:336.7
JEL: E42, E52, C51
DOI: <https://doi.org/10.17721/1728-2667.2024/224-1/13>

Аліна ХОДЖАЯН, д-р екон. наук, проф.
ORCID ID: 0000-0002-3015-1016
e-mail: alinaalex@knu.ua

Київський національний університет імені Тараса Шевченка, Київ, Україна

Наталія КАЛЮЖНА, д-р екон. наук, проф.
ORCID ID: 0000-0003-0513-705X
e-mail: n.kalyuzhna@knu.edu.ua

Державний торговельно-економічний університет, Київ, Україна

СИСТЕМНА МОДЕЛЬ МОНЕТАРНОГО РЕГУЛЮВАННЯ В УКРАЇНІ

Вступ. Підвищення ефективності регулювання фінансового та реального сектору економіки засобами монетарної політики забезпечується за рахунок узгодженого функціонування всіх складових її регуляторного механізму. Визнання системних засад перебігу монетарних процесів потребує подальшого розвитку та узагальнення монетарного регулювання у вигляді деталізованої моделі, яка має бути побудована як на підставі розуміння загальної сутності цього процесу, так і з урахуванням специфіки його перебігу в Україні (у т. ч. в умовах воєнного стану). Метою дослідження є розробка системної моделі монетарного регулювання в Україні на основі впорядкування теоретико-методичних засад та організаційно-управлінських аспектів реалізації монетарної політики держави та обґрунтування критеріїв її результативності.

Методи. Для досягнення поставленої мети використано методи індукції (для формування індуктивного узагальнення щодо системної сутності процесу монетарного регулювання), аналізу та синтезу (при розгляді інструментів, цілей та результатів монетарної політики Національного банку України), абстрагування та узагальнення (для виокремлення загальних та специфічних системних характеристик процесу монетарного регулювання в Україні), графічного моделювання (для формування системної моделі монетарного регулювання в Україні), математичного моделювання (для обґрунтування критерію результативності системної моделі монетарного регулювання).

Результати. Теоретичну й методологічну основу становлять результати досліджень вітчизняних фахівців у сфері монетарної політики та нормативні документи, що визначають основні засади й інструменти грошово-кредитної політики і повноваження Національного банку України. За результатами проведеного дослідження щодо впорядкування теоретико-методичних засад та організаційно-управлінських аспектів реалізації монетарної політики розроблено системну модель монетарного регулювання в Україні, яка має чітко визначені елементи: суб'єкти (регулятори), об'єкти регулювання, цілі, інструменти, індикатори досягнення цілей. Як критерій результативності функціонування моделі визначено мінімізацію модуля відхилення рівня інфляції від центральної точки цільового діапазону інфляційного таргетування, що дозволяє робити висновки щодо ефективності застосування монетарних інструментів. Під час розробки моделі окремо акцентовано увагу на ключовій ролі трансмісійних каналів у досягненні цілей монетарної політики держави.

Висновки. Запропонована в роботі системна модель монетарного регулювання розроблена з урахуванням як загальної сутності монетарної політики, орієнтованої на забезпечення цінової стабільності, так і специфіки її реалізації в державі, що визначається, передусім, станом і динамікою ключових індикаторів досягнення монетарних цілей. Ключові елементи моделі визначено з урахуванням впливу військової агресії РФ, наслідки якої зумовили критичне відхилення основних показників монетарної політики (передусім, споживчої інфляції та облікової ставки) від прогнозованих значень. Розроблення моделі монетарного регулювання в Україні підтвердило доцільність розгляду цього процесу щодо системного підходу, який передбачає існування традиційних для системи управління елементів: суб'єктів і об'єктів регулювання, цілей, інструментів та індикаторів їх досягнення. У процесі розробки системної моделі монетарного регулювання в Україні обґрунтовано ключову роль трансмісійних каналів у досягненні цілей монетарної політики держави, зокрема. З урахуванням дієвості впливу інструментів монетарного регулювання на фінансовий і реальний сектори національної економіки центральним елементом системної моделі монетарного регулювання в Україні визначено трансмісійний механізм монетарної політики.

Ключові слова: Національний банк України, грошово-кредитна політика, монетарне регулювання, системний підхід, модель, інфляція, облікова ставка, критерій результативності, трансмісійний механізм.

Вступ

Уточнення сутності та обґрунтування передумов досягнення ключових цілей реалізації грошово-кредитної політики сприятиме встановлення специфіки її реалізації як системного процесу. Під системним процесом у теорії управління інформаційними системами розуміємо процес, що забезпечує виконання функцій управління в системі обробки даних. Системний підхід в управлінні базується на загальній теорії систем, відповідно до якої втрата функціональності будь-якої частини цілого може призвести до втрати функціональності всієї системи. При дослідженні соціально-економічних процесів системний підхід передбачає розгляд об'єкта управління як сукупності взаємопов'язаних елементів, що орієнтовані на досягнення єдиної кінцевої мети, а їхній функціонал має здатність підсилюватися за рахунок спільної скоординованої взаємодії.

Основою дослідження будь-якого управлінського процесу з точки зору системного підходу є встановлення

суб'єкта та об'єкта управління, а також визначення цілей його здійснення. Гіпотезою дослідження є обґрунтування доцільності розгляду процесу монетарного регулювання як системи, яка має чітко визначені традиційні елементи: суб'єкти (регулятори), об'єкти регулювання, цілі, інструменти, індикатори досягнення цілей тощо. Із метою підтвердження висунутої гіпотези необхідним є детальний розгляд логіки процесу монетарного регулювання в Україні з урахуванням як загальної сутності монетарної політики, так і специфіки її реалізації в державі, яка визначається передусім станом та динамікою ключових індикаторів досягнення цілей монетарної політики.

Метою дослідження є розробка системної моделі монетарного регулювання в Україні на основі впорядкування теоретико-методичних засад та організаційно-управлінських аспектів реалізації монетарної політики держави, та обґрунтування критеріїв її результативності.

Огляд літератури. Доцільність трактування процесу монетарного регулювання з погляду системного

© Ходжаян Аліна, Калюжна Наталія, 2024

підходу підтверджується передусім акцентуванням уваги науковців на системних характеристиках грошово-кредитної політики. А саме, відповідно до абсолютної більшості поширених визначень (Верховна Рада України, 1999; Бричка, 2019; Ветрова, 2007; Запаранюк, 2013; Калетнік, Мазур, & Кубай, 2011; Ковалюк, 2002; Козюк, 2018; Науменкова, Міщенко С.В., & Міщенко В.І., 2022; Стельмах, 2009; Дзюблюк, 2017; Mohanty, & Turner, 2008) це поняття має системну основу і його розуміють як комплекс (систему, сукупність) заходів у сфері грошового обігу та кредиту, спрямованих на досягнення визначених цілей. Щодо монетарної складової грошово-кредитної політики, то дослідники вказують на притаманність їй окремих системних ознак, передусім чітко визначаючи ключовим уповноваженим суб'єктом управління в монетарній сфері центральний банк держави. Діяльність центрального банку як монетарного інституту перебуває у фокусі дослідження вітчизняних науковців (Козюк, 2018; Korneev et al., 2019; Науменкова, Міщенко С.В., & Міщенко В.І., 2022; Дзюблюк, 2017). Зокрема, у роботі (Дзюблюк, 2017) презентовано ефективні практики монетарної політики стабілізації економіки в умовах розгортання кризових явищ в країнах з ринками, що розвиваються. Дослідники вказують на зростаючу роль і можливості центробанків у забезпеченні цінової та фінансової стабільності з підтримкою економічного зростання (Korneev et al., 2019). Слід погодитись з їхнім макроекономічним висновком, що сучасний монетарний режим інфляційного таргетування є найбільш ефективним механізмом забезпечення цінової стабільності в довгостроковому періоді. У роботі (Науменкова, Міщенко С.В., & Міщенко В.І., 2022) зосереджено увагу на конкретних інструментах та механізмах монетарної трансмісії з виокремленням специфіки функціонування грошового, відсоткового та кредитного каналів у системі монетарного регулювання економіки в умовах політичної та економічної нестабільності.

Серед сучасних розробок зарубіжних авторів у царині монетарної політики слід зазначити дослідження впливу монетарної політики на міжнародні потоки капіталу Хелен Рей (Rey, 2014). Досліджуючи фінансову інтеграцію у світову економіку та незалежність грошово-кредитної політики авторка зазначає, яким чином умови фінансування в основних світових фінансових центрах задають тон для решти світу, незалежно від режиму обмінного курсу; який механізм глобальних фінансових циклів, що характеризуються значними коливаннями цін на активи, валових потоків і левериджу (Rey, 2014). Наукові розвідки Лукреції Райхлін присвячені трансмісійному механізму монетарної політики. Досліджуючи його особливості в періоди економічних потрясінь, авторка здійснила кількісне оцінювання впливу політики ЄЦБ щодо стиснення великих відсоткових спредів на економіку в період світової фінансової кризи 2008 року (Reichlin, 2010). Едріан Тобіас і Томасо Марчіні-Кріфолі презентували дослідження, що стосується особливостей монетарної політики в умовах зростання цифрових грошей і запропонували деякі варіанти політики для центральних банків. Основну увагу дослідження зосереджено на проблематиці функціонування банківського сектору в умовах поширення цифрових форм грошей; аналізу можливих ризиків для фінансової стабільності їх використання як платіжного засобу з урахуванням невизначеності їхньої вартості; напрямів модифікації грошово-кредитної політики з орієнтацією на регулювання руху капіталу (Tobias, & Mancini-Griffoli, 2019).

Також науковці та аналітики визначають інші важливі характеристики грошово-кредитної політики та її монетарної складової, зокрема ті, що дозволяють трактувати монетарні процеси в державі з точки зору системного підходу, а саме: об'єкти грошово-кредитної політики – віддалені (кінцеві) та наближені (безпосередні) (Бричка, 2019, с. 183); цілі реалізації – стратегічні, проміжні та тактичні (Бричка, 2019, с. 184; Ковалюк, 2002, с. 292); інструменти здійснення та індикатори досягнення цілей – визначені та впорядковані на сайті Національного банку України (<https://bank.gov.ua/ua/>) тощо.

Виділення не вирішених раніше частин загальної проблеми. На наш погляд, визнання системних засад перебігу монетарних процесів потребує подальшого розвитку та узагальнення у вигляді деталізованої моделі монетарного регулювання, яка має бути побудована як на підставі розуміння загальної сутності цього процесу, так і з урахуванням специфіки його перебігу в Україні (у т. ч. в умовах воєнного стану).

Методи

Гіпотезою дослідження є обґрунтування доцільності розгляду процесу монетарного регулювання як системи, яка має чітко визначені традиційні елементи: суб'єкти (регулятори), об'єкти регулювання, цілі, інструменти, індикатори досягнення цілей тощо. З метою підтвердження висунутої гіпотези необхідним є детальний розгляд логіки процесу монетарного регулювання в Україні з урахуванням як загальної сутності монетарної політики, так і специфіки її реалізації в державі, яка визначається передусім станом та динамікою ключових індикаторів досягнення цілей монетарної політики. Для досягнення поставленої мети використано методи індукції (для формування індуктивного узагальнення щодо системної сутності процесу монетарного регулювання); аналізу та синтезу (при розгляді інструментів, цілей та результатів монетарної політики Національного банку України); абстрагування та узагальнення (для виокремлення загальних і специфічних системних характеристик процесу монетарного регулювання в Україні); графічного моделювання (для формування системної моделі монетарного регулювання в Україні); математичного моделювання (для обґрунтування критерію результативності системної моделі монетарного регулювання). Теоретичну і методологічну основу становлять результати досліджень вітчизняних фахівців у сфері монетарної політики та нормативні документи, що визначають основні засади й інструменти грошово-кредитної політики та повноваження Національного банку України.

Результати

У процесі дослідження соціально-економічних процесів системний підхід передбачає розгляд об'єкта управління як сукупності взаємопов'язаних елементів, які орієнтовані на досягнення єдиної кінцевої мети, і функціонал яких має здатність підсилюватися за рахунок спільної скоординованої взаємодії. Основою дослідження будь-якого управлінського процесу з погляду системного підходу є встановлення суб'єкта та об'єкта управління, а також визначення цілей його здійснення. Ключовим уповноваженим суб'єктом управління в монетарній сфері, який несе персональну відповідальність за результати прийнятих рішень, в Україні виступає Національний банк. Окрім нього у виробленні грошово-кредитної політики беруть участь інші уповноважені органи державного регулювання (Міністерство фінансів, Мінекономіки, Кабінет Міністрів, Верховна Рада України тощо).

На сайті Національного банку України (<https://bank.gov.ua/ua/>) зазначено, що ціллю з найвищим

(першим) пріоритетом монетарної політики є досягнення та забезпечення цінової стабільності через збереження купівельної спроможності національної валюти, тобто низьких і стабільних темпів інфляції, за яких зростання цін є незначним, що захищає від знецінення доходів та заощаджень громадян і створює сприятливі прогнозовані умови для довгострокового інвестування у вітчизняну економіку з боку суб'єктів бізнесу. Також цілі Національного банку України (НБУ) полягають у сприянні фінансовій стабільності (другий пріоритет) і дотриманню стійких темпів економічного зростання та підтримці урядової економічної політики (третій пріоритет). Тобто пріоритети цілей Нацбанку як ключового уповноваженого органу монетарного регулювання в Україні мають традиційну для більшості науковців ієрархію щодо розуміння значущості цілей монетарної політики держави (Ветрова, 2007; Запаранюк, 2013; Калетнік, Мазур, & Кубай, 2011; Ковалюк, 2002; Korneev et al., 2019; Науменкова, Міщенко С.В., & Міщенко В.І., 2022; Mohanty, & Turner, 2008). Зазначимо, що від початку повномасштабної агресії РФ підходи до виконання функцій НБУ зазнали певних тимчасових змін, які зафіксовано в "Основних засадах грошово-кредитної політики на період воєнного стану" (Національний банк України, 2022с), але пріоритетом монетарної політики залишається досягнення та забезпечення цінової стабільності.

Забезпечення цінової стабільності як генеральної (стратегічної) цілі монетарної політики з найвищим пріоритетом реалізується через досягнення Національним банком операційної цілі, що полягає в утриманні гривневих міжбанківських ставок на рівні, близькому до рівня основної ставки, у межах коридору відсоткових ставок за інструментами постійного доступу. До 27.10.2023 р. коридор відсоткових ставок Національного банку за інструментами постійного доступу визнавався за принципом "облікова ставка плюс X в.п." для кредитів рефінансування та "облікова ставка мінус Y в.п." для депозитних сертифікатів. Цей коридор визначав межі коливання відсоткових ставок, за якими проводяться операції з підтримання ліквідності банків або вилучення надлишкової ліквідності банків на міжбанківському ринку. Починаючи з 27.10.2023 р. НБУ запровадив "політику нижньої межі", яку застосовують для того, щоб дестимулювати банки проводити

операції розміщення коштів поза межами міжбанківського ринку. У межах цієї політики ставка за депозитними сертифікатами овернайт відповідає поточному значенню облікової ставки, і від 15.12.2023 р. дорівнює 15 %.

Індикатором досягнення операційної цілі відсоткової політики НБУ визнається Український індекс міжбанківських відсоткових ставок овернайт (*Ukrainian OverNight Index Average, UONIA*), який відбиває вартість короткострокових гривневих ресурсів, що надаються / залучаються на міжбанківському ринку України шляхом укладення кредитних та депозитних угод на строк овернайт. Відповідно до Положення про розрахунок та оприлюднення Українського індексу міжбанківських ставок овернайт (Національний банк України, 2021b), індикатор UONIA визначається як середньозважене значення відсоткових ставок за угодами базового ряду:

$$UONIA = \frac{\sum_{i=1}^n (O_i * r_i)}{\sum_{i=1}^n O_i} \quad (1)$$

де O_i – обсяг i -ї угоди; r_i – відсоткова ставка за i -ю угодою; n – кількість угод.

Індикатор UONIA було введено на заміну Українського індексу міжбанківських ставок (*Ukrainian index of interbank rates, UIIR*) із 23.06.2020 р. у зв'язку з удосконаленням методики обрахунку останнього, яка забезпечувала більш об'єктивне оцінювання ринкової вартості гривневих ресурсів на міжбанківському кредитному ринку через урахування ряду методологічних аспектів (Національний банк України, 2020а). У свою чергу, з 04.01.2022 р. Національний банк осучаснив підходи до розрахунку Українського індексу міжбанківських ставок овернайт (Національний банк України, 2020а) із метою подальшого зведення методології відповідно до принципів Міжнародної організації комісій з цінних паперів The Board of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO) (IOSCO, 2013). Динаміка Українського індексу міжбанківських ставок овернайт UONIA у як індикатора вартості короткострокових гривневих ресурсів протягом 2021 р. мала висхідний характер (рис. 1).

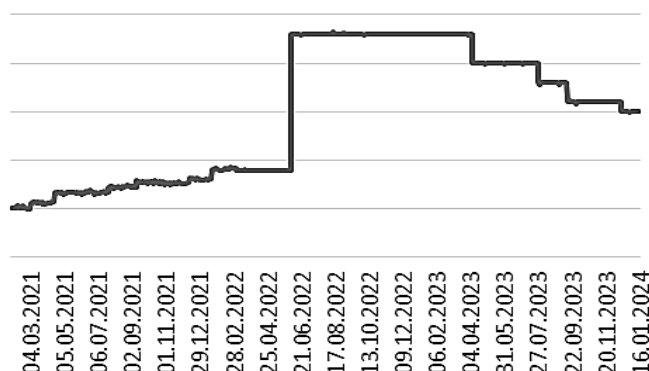


Рис. 1. Динаміка Українського індексу міжбанківських ставок овернайт (UONIA), % річних

Джерело: складено авторами за даними (Національний банк України, 2022а).

Мінімальне значення UONIA на рівні 5,0275 було зафіксовано на початку 2021 р., 12 січня, максимальне на рівні 8,1912 – наприкінці 2021 р., 22 грудня. Різкий

стрибок індексу UONIA продемонстровано в травні 2022 р., коли його значення зросло до 23 % річних, утримуючись на цій позначці до квітня 2023 р. Після чого

спостерігаємо поступове його зниження до 15 % річних. Для того, щоб оцінити ступінь досягнення операційної цілі монетарної політики, необхідно зіставити значення

Українського індексу міжбанківських ставок овернайт зі значенням облікової ставки, яка є основним монетарним інструментом Національного банку України (табл. 1).

Таблиця 1

Динаміка облікової ставки НБУ та UONIA у 2020–2023 рр.

Період	Облікова ставка		UONIA	
	Значення, %	Зміна, %	Діапазон значень*	Середнє значення
13.12.2019 – 30.01.2020	13,50	-2,00	н/о	-
31.01.2020 – 12.03.2020	11,00	-2,50	н/о	-
13.03.2020 – 23.04.2020	10,00	-1,00	н/о	-
24.04.2020 – 11.06.2020	8,00	-2,00	н/о	-
12.06.2020 – 23.07.2020	6,00	-2,00	5,2500 – 6,1591	5,5053
24.07.2020 – 03.09.2020	6,00	0,00	4,9556 – 5,8206	5,1455
04.09.2020 – 22.10.2020	6,00	0,00	4,9409 – 5,2567	5,1060
23.10.2020 – 10.12.2020	6,00	0,00	4,9167 – 6,0031	5,3997
11.12.2020 – 21.01.2021	6,00	0,00	5,0000 – 6,0000	5,3540
22.01.2021 – 04.03.2021	6,00	0,00	5,0188 – 5,3625	5,1295
05.03.2021 – 15.04.2021	6,50	+0,50	5,4278 – 5,7385	5,6358
16.04.2021 – 17.06.2021	7,50	+1,00	6,4600 – 6,8444	6,6726
18.06.2021 – 22.07.2021	7,50	0,00	6,5250 – 6,9150	6,7106
23.07.2021 – 09.09.2021	8,00	+0,50	7,0964 – 7,4625	7,2784
10.09.2021 – 21.10.2021	8,50	+0,50	7,5929 – 7,9412	7,7787
22.10.2021 – 09.12.2021	8,50	0,00	7,5000 – 7,8700	7,6715
10.12.2021 – 20.01.2022	9,00	+0,50	8,000 – 8,2408	8,08772
21.01.2022 – 03.03.2022	10,00	+1,00	9,0000 – 9,3172	9,1069
04.03.2022 – 02.06.2022	10,00	0,00	9,0000 – 9,1051	9,0016
03.06.2022 – 21.07.2022	25,00	+15,00	22,9021 – 23,0000	22,9944
22.07.2022 – 08.09.2022	25,00	0,00	23,0000 – 23,1922	23,0126
09.09.2022 – 20.10.2022	25,00	0,00	22,9167 – 23,0000	22,9934
21.10.2022 – 08.12.2022	25,00	0,00	23,0000 – 23,0000	23,0000
09.12.2022 – 26.01.2023	25,00	0,00	22,9426 – 23,0000	22,9961
27.01.2023 – 16.03.2023	25,00	0,00	23,0000 – 23,0000	23,0000
17.03.2023 – 27.04.2023	25,00	0,00	20,0000 – 23,0000	21,4959
28.04.2023 – 15.06.2023	25,00	0,00	19,8630 – 20,0000	19,9920
16.06.2023 – 27.07.2023	25,00	0,00	19,8594 – 20,0130	19,9904
28.07.2023 – 14.09.2023	22,00	-3,00	17,8030 – 18,0000	17,9889
15.09.2023 – 26.10.2023	20,00	-2,00	15,8440 – 16,1179	15,9987
27.10.2023 – 14.12.2023	16,00	-4,00	16,0000 – 16,0077	16,0002
з 15.12.2023	15,00	-1,00	14,9717 – 15,0000	14,9988

Примітка: *значення UONIA розраховуються, починаючи з 22.06.2020 р.; ** методика розрахунку UONIA оновлено з 04.01.2022 р.
Джерело: складено авторами за даними (Національний банк України, 2024).

Облікову ставку (*discount rate*) визначено як головну відсоткову ставку Національного банку, за якою він здійснює основні операції з банками щодо надання або залучення коштів у межах проведення монетарної політики. У національній банківській системі облікова ставка НБУ є орієнтиром для встановлення міжбанківської відсоткової ставки і ставки відсотка за кредитами комерційних банків представникам небанківського сектору економіки. Зниження відсоткової ставки відповідає м'якій монетарній політиці, підвищення – жорсткій. Підставою для коригування пріоритетів монетарної політики є наявність, рівень та напрям відхилення фактичних інфляційних показників від таких, що визначено цілями інфляційного таргетування. В Україні середньострокова ціль щодо інфляції встановлена на рівні 5 % з допустимим діапазоном відхилень ± 1 в.п.

У динаміці облікової ставки Національного банку України та UONIA у 2020–2023 рр. (табл. 1) слід звернути увагу на стрімке зростання облікової ставки внаслідок військової агресії РФ проти України в 2022 р. Протягом лютого–травня Національний банк утримував ставку на рівні 10 %, але від 03.06.2022 року повернувся до активної відсоткової політики, збільшивши її одразу до 25 % річних (Національний банк України, 2022е), що мало на меті: захист гривневих доходів та заощаджень насе-

лення, збільшення інвестиційної привабливості активів у гривні, зниження тиску на валютному ринку, утримання курсової стабільності; стримування зростання цін імпорту тощо. Таким чином, форс-мажорний вплив воєнних дій, що викликав новий виток інфляційних процесів, зумовив стрімку активізацію та посилення жорсткості монетарної політики НБУ для запобігання подальшого погіршення інфляційних очікувань у громадян та інвесторів. Від 28.07.2023 р. НБУ почав поетапне зниження облікової ставки до 22 % (28.07.2023 – 14.09.2023), 20 % (15.09.2023 – 26.10.2023), 16 % (27.10.2023 – 14.12.2023) та 15 % (з 15.12.2023), відповідно. Підстави для зниження облікової ставки полягають у сповільненні інфляції, покращенні інфляційних очікувань та стабілізації ситуації на валютному ринку. Можемо вважати, що навіть під час війни НБУ демонструє ефективність монетарної політики щодо цінової стабільності, адже сьогодні споживча інфляція наближається до показників, визначених таргетом 5 % ± 1 – допустимий коридор коливання 1 %. Стабілізація інфляції створює необхідні передумови для пом'якшення монетарної політики регулятора.

Отже, облікова ставка є ключовим елементом механізму монетарної трансмісії, оскільки саме через її коригування Національний банк реалізує основний пріоритет монетарної політики, що полягає в досягненні та

забезпеченні цінової стабільності на підставі використання режиму інфляційного таргетування. Якщо прогнозний рівень інфляції перевищує визначений режимом таргет, відбувається підвищення облікової ставки з метою стримування зростання цін та повернення інфляції

до цільового значення. Якщо темпи інфляції є заниженими, облікова ставка знижується задля стимулювання підвищення рівня цін та ділової активності в цілому. Динаміку індикаторів інфляції в Україні протягом 2001–2023 рр. наведено в табл. 2.

Таблиця 2

Динаміка індикаторів інфляційних процесів в Україні у 2001–2023 рр.

Рік	Індекс інфляції, %	Інфляція, %	Темп змін, %
2000	112,4		
2001	106,1	6,1	-5,9
2002	99,4	-0,6	-6,6
2003	108,2	8,2	+9,2
2004	112,3	12,3	4,3
2005	110,3	10,3	-1,7
2006	111,6	11,6	+1,6
2007	116,6	16,6	+4,6
2008	122,3	22,3	+5,3
2009	112,3	12,3	-9,7
2010	109,1	9,1	-2,9
2011	104,6	4,6	-4,4
2012	99,8	-0,2	-5,2
2013	100,5	0,5	+0,5
2014	124,9	24,9	+23,9
2015	143,3	43,3	+18,3
2016	112,4	12,4	-30,6
2017	113,7	13,7	1,7
2018	109,8	9,8	-4,2
2019	104,1	4,1	-5,9
2020	105,0	5,0	1,0
2021	110,0	10,0	+5,0
2022	126,6	26,6	15,1
2023	105,1	5,1	-17,0
Мінімальне значення	99,4	-0,6	-21,6
Максимальне значення	143,3	43,3	24,3
Середнє значення	111,65	11,65	0,2

Джерело: складено авторами за даними (Bankchart.ua, n. d.).

Пік інфляційних процесів протягом останнього 20-річчя припадає на 2015 рік, коли в результаті впливу сукупності негативних чинників (суспільно-політична криза, військовий конфлікт, зовнішні боргові зобов'язання тощо) індекс споживчих цін зріс практично в 2 рази порівняно з попереднім 2014 роком (рис. 2). Мінімаль-

ного значення протягом досліджуваного періоду рівень інфляції набував у 2002 р. (-0,6 %), середнє значення дорівнювало 11,65 %. За підсумками 2023 р. зростання споживчих цін становило 5,1 %, продемонструвавши стабілізацію порівняно з 2022 р. (26,6 %).

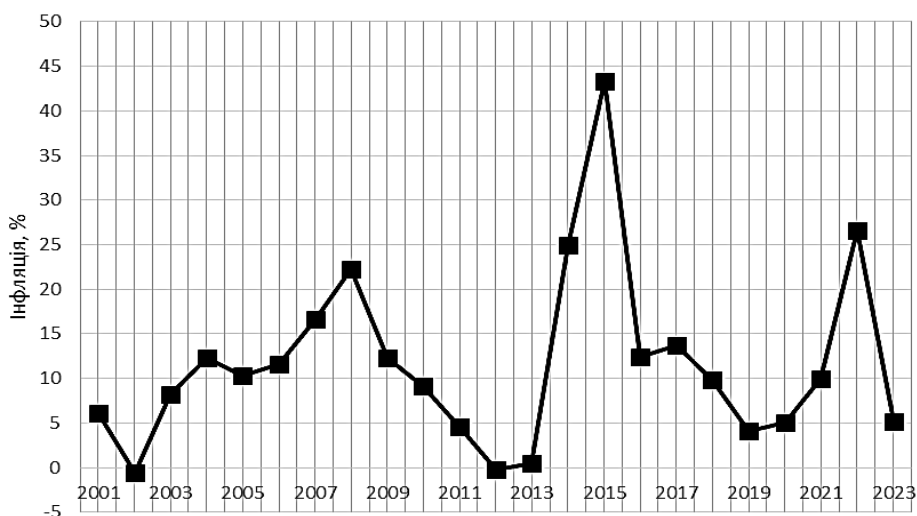


Рис. 2. Динаміка інфляції в Україні у 2001–2023 рр., %

Джерело: розроблено авторами за даними (Bankchart.ua, n. d.).

Звичайно, не можна оминати увагою той факт, що внаслідок військової агресії росії проти України фактичне значення інфляції у 2022 р. набагато більше перевищило встановлений таргет порівняно з очікуваною динамікою. Станом на 28 січня 2022 р. інфляційний звіт Національного банку України передбачав сповільнення інфляції в поточному році до 7,7 % та її повернення до цілі наприкінці 2023 року. Як фактори, що є перешкодою більш швидкому поверненню інфляції до цільового діапазону, розглядалися: вторинні ефекти від зростання цін на продовольчому та енергетичному світових ринках; зростання витрат бізнесу; збереження цінового тиску з боку зовнішньоторговельних партнерів держави у зв'язку зі зростанням в цих країнах споживчої інфляції; посилення геополітичної напруги. Втім, станом на травень 2022 р. споживча інфляція в країні відповідно до Коментаря Національного банку (Національний банк України, 2022b) зросла до 18 % (порівняно з 16,4 % у квітні) у річному вимірі, а за підсумками року становила 26,6 %.

Окрім прогнозованих на початку 2022 року факторів, безумовний негативний вплив на інфляційний тиск спричинили наслідки переростання військово-політичного конфлікту з росією у повномасштабну агресію проти України. За таких умов значущість загальносвітових тен-

денцій виявилася набагато менш деструктивною (принаймні очікуваною та прогнозованою) порівняно з внутрішніми чинниками, зумовленими війною. Такими факторами національного характеру слід вважати: руйнацію виробничої та транспортної інфраструктури; розрив логістичних ланцюгів постачання; зростання виробничих витрат підприємств та зменшення пропозиції ними продукції; ажіотажний попит населення на певні групи товарів (передусім тих, що становлять базис продовольчої корзини); зменшення споживчого попиту внаслідок песимістичних очікувань; цілеспрямоване знищення рф продовольчих складів, запасів палива та енергоресурсів тощо. Деструктивний вплив цих чинників та загроза подальшої ескалації воєнних дій на території України гарантує подальше посилення інфляційного тиску та неможливість досягнення інфляційного таргету в 5 % у досяжній перспективі. Водночас слід зазначити, що принаймні станом на грудень 2023 року інфляція в Україні не сягнула піку останнього 20-річчя у 43 % (2015 рік), що свідчить про в цілому ефективну монетарну політику НБУ в умовах воєнного часу. Продовжимо опис елементів і складових моделі монетарного регулювання в Україні, які систематизовано в табл. 3.

Таблиця 3

Основні елементи та складові моделі монетарного регулювання в Україні станом на 01.01.2024 р.

Елементи та складові		Загальний зміст		Деталізація
Суб'єкти (регулятори)		Ключовий уповноважений орган		Національний банк України
		Інші уповноважені органи		Міністерство фінансів, Міністерство економіки, Кабінет міністрів, Верховна Рада України
Генеральна (стратегічна) ціль з найвищим пріоритетом		Забезпечення цінової стабільності через збереження купівельної спроможності національної валюти		Реалізується через досягнення операційної цілі монетарної політики НБУ
Операційна		Утримання гривневих міжбанківських ставок на рівні, близькому до рівня ключової ставки, у межах коридору відсоткових ставок за інструментами постійного доступу		Індикатор досягнення – Український індекс міжбанківських ставок овернайт UONIA (динаміка у 2023 р. – низхідна, з 15.12.2023 у діапазоні 14,9717–15,0000
Об'єкти таргетування (індикатори досягнення мети цільових режимів)	Інфляційне таргетування	Інфляція	5 % з допустимим діапазоном відхилень +/-1 в.п. при фактичному значенні 5,1 % за підсумками 2023 р.	
	Таргетування обмінного курсу	Обмінний курс	Не використовувалося від економічної, валютної та банківської криз 2014-2015 рр. Тимчасово відновлено з 02.2022 р. – початку повномасштабної агресії рф Наприкінці 2023 р. НБУ перейшов до режиму керованої гнучкості обмінного курсу	
	Таргетування грошової маси	Грошова маса в обігу	Не використовується	
Інструменти досягнення пріоритетної генеральної цілі – забезпечення фінансової стабільності	Облікова ставка	З 15.12.2023 р. дорівнює 15,0 % річних		
	Інструменти постійного доступу	Починаючи з 27.10.2023 р. в умовах значного розширення профіциту ліквідності банків ставка за депозитними сертифікатами овернайт визначається за принципом "політики нижньої межі" та дорівнює обліковій ставці (15 % від 15.12.2023 р.)		
	Норма обов'язкових резервів	З 11.10.2023 р. диференційовані нормативи обов'язкового резервування залежно від валюти, строку та джерела (фізичні чи юридичні особи) залучення вкладів коливаються в межах: від 0 до 20 % – для коштів, залучених у гривні, від 10 до 30 % – в іноземній валюті		
	Операції на відкритому ринку	Купівля та продаж ОВДП	НБУ є депозитарієм для облігацій внутрішніх державних позик, розміщених Міністерством фінансів України	
		Інтервенції на валютному ринку	Не спрямовані на досягнення заздалегідь визначеного валютного курсу з огляду на дотримання режиму плаваючого обмінного курсу	
Законодавче та нормативне підґрунтя		Закон України "Про Національний банк України" (Верховна Рада України, 1999), Основні засади грошово-кредитної політики НБУ (Національний банк України, 2017, 2019, 2021а, 2022с), Меморандум між КМУ та НБУ про взаємодію (Верховна Рада України, 2019), Господарський Кодекс України (Верховна Рада України, 2024), Постанова КМУ "Про розміщення облігацій внутрішніх державних позик" (Верховна Рада України, 2001), Основні засади грошово-кредитної політики на період воєнного стану (Національний банк України. 2022d) тощо		

Джерело: складено авторами.

Окрім інфляційного таргетування, як інші засоби оцінювання результативності монетарної політики можуть використовуватись таргетування грошової маси та обмінного курсу. Режим таргетування обмінного курсу за допомогою валютних інтервенцій використовувався в Україні в 2000-х роках та на початку 2010-х років. На відмову від цього цільового режиму в 2014-2015 рр. вплинули три підсилюючі одна одну кризи (Grui, 2020) – економічна (наслідок анексії Криму та військових дій на Донбасі), валютна (наслідок погіршення зовнішньоторговельного балансу та зростання бюджетного дефіциту), банківська (результат збільшення простроченої заборгованості та впливу депозитів). Унаслідок перевищення попиту на іноземну валюту над її пропозицією, обмежених міжнародних резервів України не вистачило на системну підтримку курсу гривні. За таких умов НБУ відмовився від режиму таргетування обмінного курсу в монетарній політиці та зосередився на інфляційному таргетуванні, інструментом якого є облікова ставка. З початку повномасштабної війни відбулося повернення до режиму таргетування валютного курсу, при цьому в довгостроковій перспективі його збереження не передбачено, і НБУ планує повернутися до таргетування інфляції як основного механізму забезпечення цінової стабільності. Інструментами забезпечення фінансової стабільності як пріоритетної генеральної цілі монетарного регулювання є облікова ставка, інструменти постійного доступу, норма обов'язкових резервів, операції на відкритому ринку. Особливу роль у реалізації монетарної політики НБУ відіграє облікова ставка, за якою надаються кредити комерційним банкам. Від 10.12.2021 р. до 20.01.2022 р. облікова ставка Національного банку України перебувала на рівні 9,0 %.

Зазначимо, що тренд до пом'якшення монетарної політики, який зберігався від 2020 р., було зруйновано з огляду на негативний вплив на економіку України екзогенних чинників, у тому числі, загрози ескалації військово-політичного конфлікту з РФ, який суттєво підсилюється на початку 2022 р. та від 24.02.2022 р. обернувся на повномасштабну військову агресію проти України.

Наступним монетарним інструментом є інструменти постійного доступу як можливість для комерційних банків втримувати ліквідність у межах коридору відсоткових ставок. Із метою дестимуляції розміщення банками коштів поза межами міжбанківського ринку, від 27.10.2023 р. Нацбанком запроваджено "політику нижньої межі", за якої ставка за депозитними сертифікатами овернайт відповідає поточному значенню облікової ставки (15 % від 15.12.2023 р.).

Щодо норми обов'язкових резервів комерційних банків як ще одного інструменту монетарного регулювання, то до 10.03.2020 р. в Україні діяли такі нормативи резервування: 6,5 % за коштами вкладів юридичних і фізичних осіб у національній та іноземній валютах на вимогу і коштами на поточних рахунках; 3 % – за строковими коштами і вкладками юридичних і фізичних осіб у національній та іноземній валютах. Із 10.03.2020 р. значення норми обов'язкових резервів в Україні залежить не від

строковості залучення коштів, а від валюти їх залучення. А саме, для коштів, залучених у гривні, Національний банк встановив норматив резервування на рівні 0 %, а в іноземній валюті – 10 %. Така політика пояснюється намаганням НБУ використовувати цей монетарний інструмент як засіб регулювання валютної структури банківських балансів, сприяючи дедоларизації економіки через створення більш сприятливих умов для гривневих операцій. Від 11.09.2023 року обов'язкові резерви за строковими коштами і вкладками юридичних осіб (окрім інших банків) збільшено на 10 %, і вони дорівнюють 10 % та 20 % відповідно у національній та іноземній валютах.

Нарешті, Національний банк України з метою досягнення цілей монетарної політики може здійснювати операції на відкритому ринку шляхом купівлі / продажу державних цінних паперів. Відповідно до постанови Кабінету Міністрів України від 31 січня 2001 р. № 80 "Про розміщення (емісію) облігацій внутрішніх державних позик" зі змінами та доповненнями (Верховна Рада України, 2001), НБУ є депозитарієм для облігацій внутрішніх державних позик (ОВДП), розміщених Міністерством фінансів відповідно до потреб фінансування Державного бюджету України. Нацбанк реалізує функції обслуговування держборгу, пов'язані з розміщенням, погашенням і виплатою доходів за ОВДП, та здійснює відносно них депозитарну діяльність (централізований облік у бездокументарній формі та встановлення кореспондентських відносин з іноземними депозитаріями).

Іншим різновидом операцій на відкритому ринку та допоміжним інструментом НБУ є інтервенції на валютному ринку, особливості здійснення яких регламентуються в Стратегії валютних інтервенцій Національного банку України. З огляду на дотримання режиму плаваючого обмінного курсу, валютні інтервенції НБУ не спрямовані на забезпечення його завчасно визначеної величини.

Завершуючи опис елементів системної моделі монетарного регулювання в Україні, зазначимо, що до регулюючих актів та положень, що формують законодавче та нормативне підґрунтя провадження монетарної політики, слід передусім віднести: Закон України "Про Національний банк України" (Верховна Рада України, 1999), Основні засади грошово-кредитної політики НБУ (Національний банк України, 2017, 2019, 2021а, 2022с, 2022d), Меморандум між КМУ та НБУ про взаємодію (Верховна Рада України, 2019), Господарський Кодекс України (Верховна Рада України, 2024), Постанову КМУ "Про розміщення облігацій внутрішніх державних позик" (Верховна Рада України, 2001), Стратегію валютних інтервенцій Національного банку України (Національний банк України, 2020с) тощо.

Основні елементи та складові моделі монетарного регулювання в Україні станом на 01.01.2024 р. систематизовано в табл. 3 та візуалізовано на рис. 3. Запропонована модель є результатом узагальнення і впорядкування теоретико-методичних засад та організаційно-управлінських аспектів реалізації монетарної політики як системного процесу зі специфічними характеристиками.

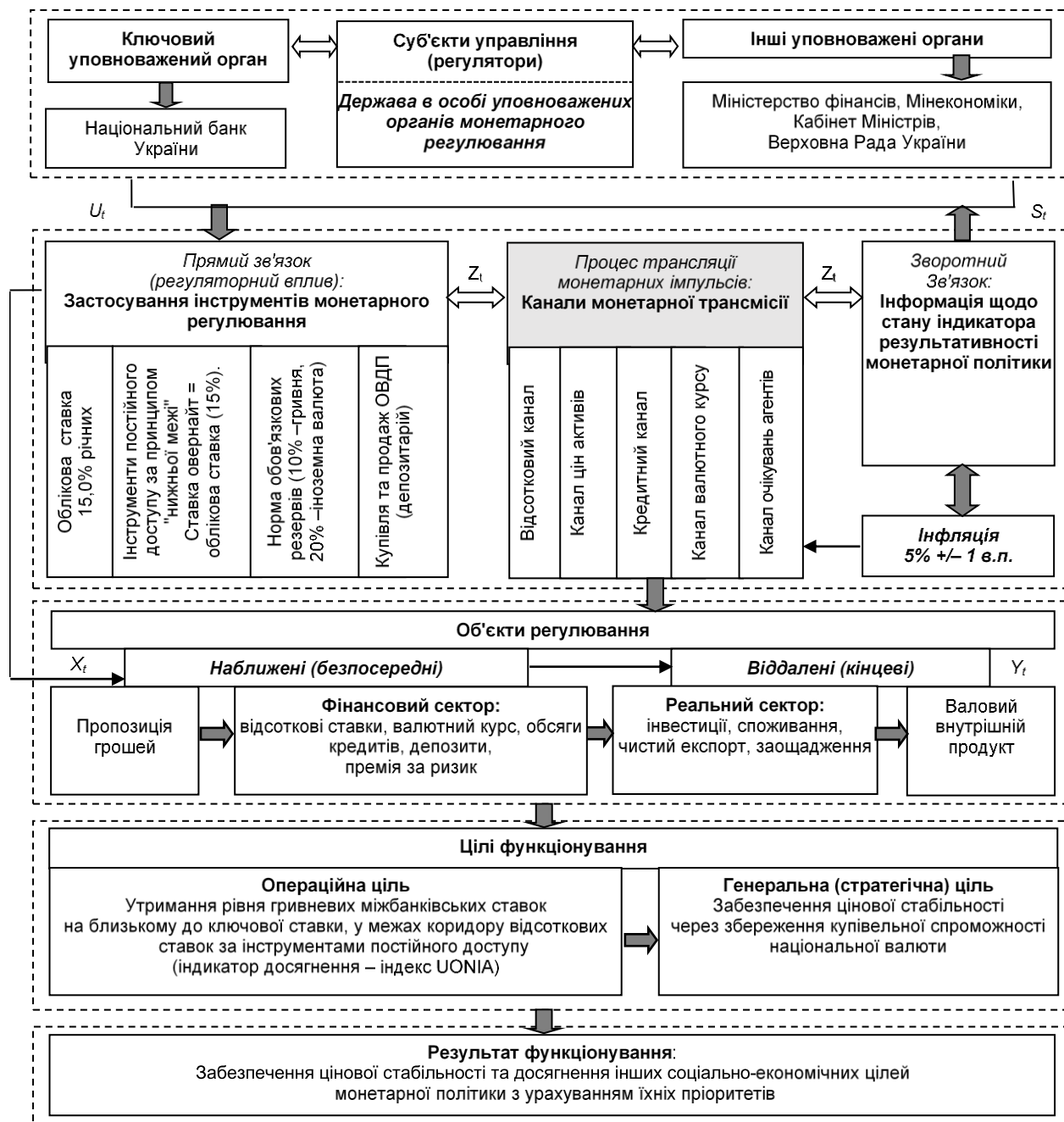


Рис. 3. Системна модель монетарного регулювання в Україні станом на 01.01.2024 р.

Джерело: розроблено авторами.

Доведений авторами системний характер монетарного регулювання як процесу зумовлює наявність у розробленій моделі класичних елементів системи управління, як-от: суб'єкти (регулятори), об'єкти регулювання, цілі, інструменти, індикатори досягнення цілей, результат функціонування. Змістове наповнення визначених елементів визначається відповідно до загальної сутності монетарного регулювання як процесу та його специфіки в Україні станом на момент дослідження (табл. 3). Відповідно до мети та пріоритетів монетарної політики НБУ результатом функціонування моделі є забезпечення цінової стабільності та досягнення інших соціально-економічних цілей монетарної політики. Оскільки індикатором ефективності застосування монетарних інструментів є

мінімізація відхилення рівня інфляції від центрального значення цільового діапазону, то дотримання цієї вимоги визначено як критерій результативності запропонованої моделі системного регулювання.

З метою остаточного уточнення елементів системної моделі монетарного регулювання звернемося до розуміння монетарного трансмісійного механізму як процесу передачі змін від монетарних інструментів центрального банку у фінансовий та реальний сектори економіки. В Україні для досягнення цілей монетарної політики використовуються відсотковий (процентний) канал, канал цін активів, кредитний канал, канал валютного курсу, канал очікувань (довіри) економічних агентів.

Таким чином, можна зробити висновок, що трансмісійні канали мають розглядатися як центральний елемент системної моделі монетарного регулювання. Їхня роль у системі полягає в трансляції монетарних імпульсів від застосування інструментів монетарного регулювання у фінансовий та реальний сектори економіки. Свідченням ефективності функціонування трансмісійних каналів є утримання інфляційного таргету в цільовому діапазоні, або наближення до його меж (5 % +/- 1 в.п.). Тобто значення інфляції як індикатора результативності монетарної політики виступає як зворотний зв'язок у системі монетарного регулювання, який свідчить про результативність монетарної політики або навпаки, її невідповідність реаліям часу. У разі констатації неефективності монетарної політики (неконтрольованість темпів інфляції та/або суттєвий вихід її значення за межі цільового діапазону) центральний банк країни (у даному випадку – Національний банк України) має як переглянути умови застосування монетарних інструментів, так і відкоригувати процес трансляції монетарних імпульсів через трансмісійні канали.

Динамічний характер здійснення монетарної політики Національним банком дозволяє формалізувати результат функціонування системної моделі монетарного регулювання в будь-який момент часу t таким чином:

$$R_t = F[U_t, S_t, X_t, Y_t, Z_t], \quad (2)$$

де U_t – комплекс рішень суб'єктів управління в особі уповноважених органів з реалізації монетарної політики (регуляторів) на чолі з Національним банком щодо застосування інструментів монетарного регулювання, релевантних моменту часу t ; X_t – управлінський вплив уповноважених органів монетарного регулювання на наближені та віддалені об'єкти регулювання в момент часу t , що реалізується шляхом застосування монетарних інструментів; Z_t – процес трансляції монетарних імпульсів від застосування інструментів монетарного регулювання через трансмісійні канали в момент часу t ; Y_t – результат трансляції монетарних імпульсів уповноважених органів з реалізації монетарної політики у фінансовий та реальний сектор економіки в момент часу t ; R_t – результат функціонування системи монетарного регулювання в момент часу t , що ідентифікується як факт забезпечення цінової стабільності як цілі монетарної політики з найвищим пріоритетом; S_t – зворотний зв'язок щодо застосування інструментів монетарного регулювання, що надходить до системи управління в момент часу t у вигляді інформації щодо рівня інфляції як індикатора результативності монетарної політики.

Логіка заданої формалізації (2) полягає у розумінні залежності результату функціонування системної моделі монетарного регулювання від базових параметрів якості цього процесу. А саме, Національний банк України як суб'єкт управління монетарною політикою через відповідний комплекс рішень (U_t) здійснює управлінський вплив на об'єкти монетарного регулювання (X_t), центральним елементом якого є трансляція монетарних імпульсів через трансмісійні канали (Z_t). Завдяки наявності механізму зворотного зв'язку регулятор отримує інформацію щодо ефективності застосування інструментів монетарного регулювання (S_t), результатом чого є вплив на фінансовий та реальний сектор економіки (Y_t) та, як наслідок, забезпечення цінової стабільності як цілі монетарної політики з найвищим пріоритетом та мети функціонування системної моделі монетарного регулювання (R_t).

Критерієм результативності функціонування системи монетарного регулювання в момент часу t , вочевидь, є факт забезпечення цінової стабільності як пріоритетної цілі монетарної політики. Індикатором досягнення цієї мети слід вважати перебування інфляції в межах цільового діапазону 5 % +/- 1 в.п. або, принаймні, мінімальне відхилення модуля її значення від встановлених меж:

$$|(I^* - I_t)| \rightarrow 0, \quad (3)$$

де I^* – рівень інфляції, що визнається цільовим орієнтиром монетарної політики держави; I_t – рівень інфляції в момент часу t , у відсотках.

Формалізуювши вимогу щодо критерія результативності монетарної політики, можемо задати модель монетарного регулювання системою рівнянь:

$$\begin{cases} R_t = F[U_t, S_t, X_t, Y_t, Z_t] \\ |(5\% - I_t)| \rightarrow 0 \end{cases} \quad (4)$$

Запропонована системна модель монетарного регулювання дозволяє сформувати уявлення як щодо загальної сутності цього процесу, так і визначити специфіку його перебігу в контексті реалізації монетарної політики Національного банку України як головного уповноваженого органу монетарного регулювання в державі. Формалізація критерію результативності монетарної політики, а саме, максимальне наближення рівня інфляції до центральної точки цільового діапазону, дозволяє робити висновки щодо ефективності застосування монетарних інструментів.

Дискусія і висновки

Із метою підтвердження гіпотези щодо системного характеру монетарних процесів у роботі запропоновано системну модель монетарного регулювання з урахуванням як загальної сутності цього процесу, так і специфіки його реалізації в державі, яка визначається передусім станом та динамікою ключових індикаторів досягнення цілей монетарної політики. Ключові елементи моделі визначено з урахуванням впливу військової агресії РФ, наслідки якої зумовили критичне відхилення основних показників монетарної політики (передусім споживчої інфляції та облікової ставки) від прогнозованих значень. Розроблення моделі монетарного регулювання в Україні підтвердило доцільність розгляду цього процесу з точки зору системного підходу, який передбачає існування традиційних для системи управління елементів: суб'єкти (регулятори), об'єкти регулювання, цілі, інструменти, індикатори досягнення цілей. У процесі розробки моделі окремо було акцентовано увагу на ключовій ролі трансмісійних каналів у досягненні цілей монетарної політики держави. Функція трансмісійних каналів полягає в трансляції монетарних імпульсів від застосування інструментів монетарного регулювання у фінансовий та реальний сектори економіки, що зумовило доцільність їхнього розгляду як центрального елементу системної моделі монетарного регулювання в Україні.

Тривалий характер воєнних дій негативно впливає як на цінову стабільність, так і на інфляційні очікування населення. Розуміння довгострокового характеру нестабільності та невизначеності суспільно-політичних процесів у державі вимагає від НБУ подальшої адаптації механізмів та інструментів забезпечення цінової стабільності. Відповідно, потребуватиме регулярного перегляду і вдосконалення запропонованої системної моделі монетар-

ного регулювання, що зумовлює перспективи подальших наукових досліджень її авторів.

Значимо, що запропонована модель становить на-самперед теоретичну значущість, оскільки ілюструє логіку монетарного регулювання як системного процесу та визначає основні фактори та параметри, від яких залежить його результативність. Практичне використання моделі потребуватиме емпіричного оцінювання впливу каналів монетарної трансмісії (відсоткового, цін активів, кредитного, валютного, інфляційних очікувань) на забезпечення цінової стабільності, фінансовий та реальний сектори економіки України. Відповідно до результатів проведеного оцінювання дієвості каналів монетарної трансмісії створюватиметься можливість здійснити їхнє ранжування в системній моделі монетарного регулювання, що може розглядатися як напрям подальших досліджень у царині монетарної політики.

Внесок авторів: Аліна Ходжаян – концептуалізація, методологія, написання (перегляд і редагування); Наталія Калюжна – методологія, формальний аналіз, валідація даних, написання (оригінальна чернетка).

Список використаних джерел

- Бричка, Б.Б. (2019). Суть, цілі та типи грошово-кредитної політики. *Причорноморські економічні студії*, 40, 182–186.
- Верховна Рада України. (1999). Про Національний банк України (Закон України від 20.05.1999 р. № 679-XIV (зі змінами № 3518-IX від 09.12.2023 р.)). <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/679-14>
- Верховна Рада України. (2001). Про розміщення (еміцію) облігацій внутрішніх державних позик (зі змінами та доповненнями). (Постанова Кабінету Міністрів України від 31 січня 2001 р. № 80). <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/80-2001-%D0%BF#Text>
- Верховна Рада України. (2019). Меморандум між Кабінетом Міністрів України та Національним банком України про взаємодію з метою досягнення стійкого економічного зростання та цінової стабільності (Меморандум від 03.10.2019 р.). <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/n0002120-19#Text>
- Верховна Рада України. (2024). Господарський кодекс України. (Закон України № 436-IV (зі змінами № 3587-IX від 08.03.2024 р.)). *Відомості Верховної Ради України* від 16.01.2003 р. № 18, № 19-20, № 21-22, ст. 144. <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/436-15>
- Ветрова, І.В. (2007). *Правові основи реалізації грошово-кредитної політики національного банку України* [Автореф. дис. канд. юрид. наук: 12.00.07 "Адміністративне право і процес; фінансове право; інформаційне право", Київський національний університет імені Тараса Шевченка].
- Дзюблук, О.В. (2017). *Теорія і практика грошового обігу та банківської справи в умовах глобальної фінансової нестабільності*. Осадца Ю.В.
- Запаранюк, Т.В. (2013). Теоретичні засади визначення сутності грошово-кредитної політики у системі монетарного регулювання економіки. *Вісник Тернопільського національного економічного університету*, 12, 36–43.
- Калетнік, Г.М., Мазур А.Г., & Кубай О.Г. (2011). *Державне регулювання економіки*. Хай-Тек Пресс.
- Ковалюк, О.М. (2002). Фінансовий механізм організації економіки України (проблеми теорії і практики). ВЦ Львів.
- Козюк, В. (2018). Поведінка центрального банку в світлі концепції сучасної монетарної теорії. *Журнал європейської економіки*, 2(2), 226–248.
- Науменкова, С.В., Міщенко, С.В., & Міщенко, В.І. (2022). Ефективність функціонування грошового каналу монетарної трансмісії в Україні. *Економічний простір*, 179, 108–115. <https://doi.org/10.32782/2224-6282/179-16>
- Національний банк України. (2017). *Основні засади грошово-кредитної політики на 2018 рік та середньострокову перспективу* (Рішення Ради Національного банку України від 12.09.2017 № 37-рд. <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/vr037500-17>
- Національний банк України. (2019). *Основні засади грошово-кредитної політики на 2020 рік та середньострокову перспективу* (Рішення Ради Національного Банку України. від 10.09.2019 р.). <https://bank.gov.ua/ua/news/all/osnovni-zasadi-groshovo-kreditnoyi-politiki-na-2020-rik-ta-serednostrokovu-perspektivu>
- Національний банк України. (2020а). *Індекс UIIR буде замінено новим індикатором вартості грошей на міжбанківському ринку UONIA* <https://bank.gov.ua/ua/news/all/indexes-uiir-bude-zamineno-novim-indikatorom-vartosti-groshey-na-mijbankivskomu-rinku-uonia>

Національний банк України. (2020b). *Положення про розрахунок та оприлюднення Українського індексу міжбанківських ставок овернайт (UONIA)* (Рішення Правління Національного банку України № 405-рш від 16.06.2020 р. (зі змінами)). <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/vr405500-20#Text>

Національний банк України. (2020с). *Про затвердження Стратегії валютних інтервенцій Національного банку України* (Рішення НБУ від 29.12.2020 року № 769-рш). <https://ips.ligazakon.net/document/view/pb20257?an=1>

Національний банк України. (2021а). *Основні засади грошово-кредитної політики на 2021 рік та середньострокову перспективу*. https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Osnovni_zasady_HKP_na%202021_r.pdf?v=4

Національний банк України. (2021b). *Положення про розрахунок та оприлюднення Українського індексу міжбанківських ставок овернайт (UONIA)* (Рішення Правління Національного банку України № 599-рш від 30.11.2021 р. (зі змінами)). https://bank.gov.ua/ua/legislation/Regulation_16062020_405-rsh_30112021

Національний банк України. (2022а). *Інфляційний звіт Національного банку України за січень 2022 року*. <https://bank.gov.ua/ua/news/all/inflyatsiyniy-zvit-sichen-2022-roku>

Національний банк України. (2022b). *Коментар Національного банку щодо рівня інфляції у травні 2022 року*. <https://bank.gov.ua/ua/news/all/komentar-natsionalnogo-banku-schodo-rivnya-inflyatsiyi-u-travni-2022-roku>

Національний банк України. (2022с). *Основні засади грошово-кредитної політики на 2022 рік та середньострокову перспективу*. https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/MPG_2022-mt.pdf?v=4

Національний банк України. (2022d). *Основні засади грошово-кредитної політики на період воєнного стану*. <https://bank.gov.ua/ua/files/hJTwdlrBPNWmZk>

Національний банк України. (2022е). *Про розмір облікової ставки* (Рішення Правління НБУ від 02.06.2022 р. № 262-рш). <https://bank.gov.ua/ua/news/all/natsionalniy-bank-ukrayini-pidvischiv-oblikovu-stavku-do-25>

Національний банк України. (2024). *Облікова ставка Національного банку України*. <https://index.minfin.com.ua/banks/nbu/refinance/>

Степняк, В.С. (2009). *Монетарна політика Національного банку України: сучасний стан та перспективи змін*. Центр наукових досліджень Національного банку України, УБС НБУ.

Bankchart.ua. (n. d.). *Онлайн-сервіс пошуку та порівняння найпопулярніших банківських послуг для приватних осіб та бізнесу*. https://bankchart.com.ua/spravochniki/indikator_rynka/inflation_index

Grui, A. (2020). Uncovered interest parity with foreign exchange interventions under exchange rate peg and inflation targeting: The case of Ukraine. *The Graduate Institute of International Studies "Economics Section"*, 14, 37. http://repec.graduateinstitute.ch/pdfs/Working_papers/HEIDWP14-2020.pdf

IOSCO. (2013). *Principles for Financial Benchmarks* (Final Report (No FR07/13, July). <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD415.pdf>

Korneev, V.V., Khodzhaian, A.A., Verhelik, Yu, Yu., & Koverminka, Yu.V. (2019). Monetary policy: regulatory news and change in the movement of financial flows. *Financial and Credit Activity: Problems of Theory and Practice*, 4(31), 375–384. <https://doi.org/10.18371/fcaprp.v4i31.190952>

Mohanty, M., & Turner, Ph. (2008). Monetary policy transmission in emerging market economies: what is new. *BIS Papers*, 35, 1–59.

Reichlin, L. (2010). *Monetary Policy in Difficult Times: Lessons and Challenges from the European Central Bank Experience*. London Business School. <https://chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://wiw.ac.at/monetary-policy-in-difficult-times-lessons-and-challenges-from-the-european-central-bank-experience-dlp-2267.pdf>

Rey, H. (2014.) *Monetary Policy and International Capital Flows*. Oesterreichische Nationalbank (OeNB) and The Vienna Institute for International Economic Studies. <https://wiw.ac.at/monetary-policy-and-international-capital-flows-e-233.html>

Tobias, A., & Mancini-Griffoli, T. (2019, July). *The rise of digital money*. *Fintech Notes*. International Monetary Fund. <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/FTN063/2019/English/FTNEA2019001.ashx>

References

- Bankchart.ua. (n. d.). *Online service for searching and comparing the most popular banking services for individuals and businesses* [in Ukrainian]. https://bankchart.com.ua/spravochniki/indikator_rynka/inflation_index
- Brychka, B.B. (2019). The essence, goals and types of monetary policy. *Black Sea Economic Studies*, 40, 182–186 [in Ukrainian].
- Dzyublyuk, O. (2017). *Theory and practice of monetary circulation and banking in conditions of global financial instability*. Osadtsa [in Ukrainian].
- Grui, A. (2020). Uncovered interest parity with foreign exchange interventions under exchange rate peg and inflation targeting: The case of Ukraine. *The Graduate Institute of International Studies. Economics Section*, 37. http://repec.graduateinstitute.ch/pdfs/Working_papers/HEIDWP14-2020.pdf
- IOSCO. (2013). *Principles for Financial Benchmarks* (Final Report No FR07/13, July). <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD415.pdf>
- Kaletnik, G.M., Mazur, A.G., & Kubai, O.G. (2011). *State regulation of the economy*. Hi-Tech Press [in Ukrainian].

- Korneev, V.V., Khodzhaian, A.A., Verheliuk, Yu.Yu., & Koverninska, Yu.V. (2019). Monetary policy: regulatory news and change in the movement of financial flows. *Financial and Credit Activity: Problems of Theory and Practice*, 4(31), 375–384. <https://doi.org/10.18371/fcaptp.v4i31.190952>
- Kovalyuk, O.M. (2002). *The financial mechanism of the organization of the economy of Ukraine (problems of theory and practice)*. Lviv [in Ukrainian].
- Kozyuk, V. (2018). The behavior of the central bank in the light of the concept of modern monetary theory. *Journal of European Economy*, 2(2), 226–248 [in Ukrainian]. <https://jeej.wunu.edu.ua/index.php/ukjee/article/view/1193>
- Mohanty, M., & Turner, Ph. (2008). Monetary policy transmission in emerging market economies: what is new. *BIS Papers*, 35, 1–59.
- National Bank of Ukraine. (2017). *Basic principles of monetary policy for 2018 and the medium-term perspective* (Decision of the Council of the National Bank of Ukraine dated September 12, 2017 No. 37-rd) [in Ukrainian]. <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/vr037500-17>
- National Bank of Ukraine. (2019). *Basic principles of monetary policy for 2020 and the medium-term perspective* (Decision of the Council of the National Bank of Ukraine from September 10, 2019) [in Ukrainian]. <https://bank.gov.ua/ua/news/all/osnovni-zasadi-groshovo-kreditnoy-politiki-na-2020-rik-ta-serednostrokovu-perspektivu>
- National Bank of Ukraine. (2020a). *The UIIR index will be replaced by a new indicator of the value of money on the interbank market UONIA* [in Ukrainian]. <https://bank.gov.ua/ua/news/all/index-iiir-bude-zaminenonovim-indikatorom-vartosti-groshey-na-mijbankivskomu-rinku-uonia>
- National Bank of Ukraine. (2020b). *Regulations on the calculation and publication of the Ukrainian index of overnight interbank rates (UONIA)* (Decision of the Board of the National Bank of Ukraine No. 405-rsh dated June 16, 2020 (as amended)) [in Ukrainian]. <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/vr405500-20#Text>
- National Bank of Ukraine. (2020c). *On approval of the Currency Intervention Strategy of the National Bank of Ukraine* (Decision of the NBU of December 29, 2020 No. 769-rsh) [in Ukrainian]. <https://ips.ligazakon.net/document/view/pb20257?an=1>
- National Bank of Ukraine. (2021a). *The main principles of monetary policy for 2021 and the medium-term perspective* [in Ukrainian]. https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Osnovni_zasady_HKP_na%20_2021_r.pdf?v=4
- National Bank of Ukraine. (2021b). *Regulations on the calculation and publication of the Ukrainian index of overnight interbank rates (UONIA)* (Decision of the Board of the National Bank of Ukraine No. 599-rsh dated November 30, 2021 (with amendments)) [in Ukrainian]. https://bank.gov.ua/ua/legislation/Regulation_16062020_405-rsh_30112021
- National Bank of Ukraine. (2022a). *Inflation report of the National Bank of Ukraine for January 2022* [in Ukrainian]. <https://bank.gov.ua/ua/news/all/inflyatsiyniy-zvit-sichen-2022-roku>
- National Bank of Ukraine. (2022b). Comment of the National Bank on the inflation rate in May 2022 (2022) [in Ukrainian]. <https://bank.gov.ua/ua/news/all/komentar-natsionalnogo-banku-schodo-rivnya-inflyatsiyi-u-travni-2022-roku>
- National Bank of Ukraine. (2022c). The main principles of monetary policy for 2022 and the medium-term perspective (2022) [in Ukrainian]. https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/MPG_2022-mt.pdf?v=4
- National Bank of Ukraine. (2022d). *Basic principles of monetary and credit policy for the period of martial law* [in Ukrainian]. <https://bank.gov.ua/ua/files/hJTwdlrBPNWeMzk>
- National Bank of Ukraine. (2022e). *About the size of the accounting rate* (Decision of the NBU Board dated June 2, 2022 No. 262-rsh) [in Ukrainian]. <https://bank.gov.ua/ua/news/all/natsionalniy-bank-ukrayini-pidvischiv-oblikovustavku-do-25>
- National Bank of Ukraine. (2024). *Accounting rate of the National Bank of Ukraine* [in Ukrainian]. <https://index.minfin.com.ua/banks/nbu/refinance/>
- Naumenkova, S.V., Mishchenko, S.V., & Mishchenko, V.I. (2022). Effectiveness of the functioning of the money channel of monetary transmission in Ukraine. *Economic space*, 79, 108–115 [in Ukrainian]. <https://doi.org/10.32782/2224-6282/179-16>
- Reichlin, L. (2010). *Monetary Policy in Difficult Times: Lessons and Challenges from the European Central Bank Experience*. London Business School. <https://chrome-extension://efaidnbmnnnibpcapjcgiclfndmkaj/https://wiiv.ac.at/monetary-policy-in-difficult-times-lessons-and-challenges-from-the-european-central-bank-experience-dlp-2267.pdf>
- Rey, H. (2014). *Monetary Policy and International Capital Flows*. Oesterreichische Nationalbank (OeNB) and The Vienna Institute for International Economic Studies. <https://wiiv.ac.at/monetary-policy-and-international-capital-flows-e-233.html>
- Stelmach, V.S. (2009). *Monetary policy of the National Bank of Ukraine: current state and prospects for changes*. Center for Scientific Research of the National Bank of Ukraine, UBS NBU [in Ukrainian].
- Tobias, A., & Mancini-Griffoli, T. (2019, July). *The rise of digital money. Fintech Notes*. International Monetary Fund. <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/FTN063/2019/English/FTNEA2019001.ashx>
- Verkhovna Rada of Ukraine. (1999). *About the National Bank of Ukraine* (Law of Ukraine dated May 20, 1999 No. 679-XIV (amended by No. 3518-IX dated December 9, 2023)) [in Ukrainian]. <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/679-14>
- Verkhovna Rada of Ukraine. (2001). *On placement (issuance) of domestic state loan bonds (with amendments and additions)* (Resolution of the Cabinet of Ministers of Ukraine dated January 31, 2001 No. 80) [in Ukrainian]. <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/80-2001-%D0%BF#Text>
- Verkhovna Rada of Ukraine. (2019). *Memorandum between the Cabinet of Ministers of Ukraine and the National Bank of Ukraine on cooperation to achieve sustainable economic growth and price stability* (dated October 3, 2019) [in Ukrainian]. <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/n0002120-19#Text>
- Verkhovna Rada of Ukraine. (2024). *Economic Code of Ukraine* (Law of Ukraine No. 436-IV (as amended No. 3587-IX dated March 8, 2024)). *Information of the Verkhovna Rada of Ukraine*, dated January 16, 2003, No. 18, No. 19-20, No. 21-22, Article 144 [in Ukrainian]. <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/436-15>
- Vetrova, I.V. (2007). *Legal basis of implementation of the monetary and credit policy of the National Bank of Ukraine* [thesis ... candidate law Sciences: 12.00.07 "Administrative law and process; finance law; information law", Kyiv National University named after Taras Shevchenko] [in Ukrainian].
- Zaparynyuk, T.V. (2013). Theoretical principles of determining the essence of monetary policy in the system of monetary regulation of the economy. *Bulletin of the Ternopil National Economic University*, 12, 36–43 [in Ukrainian].

Отримано редакцію журналу / Received: 20.02.24
Прорецензовано / Revised: 02.04.24
Схвалено до друку / Accepted: 26.04.24

Alina KHODZHAIAN, DSc (Econ.), Prof.
ORCID ID: 0000-0002-3015-1016
e-mail: alinaalex@knu.ua
Taras Shevchenko National University of Kyiv, Kyiv, Ukraine

Nataliya KALYUZHNA, DSc (Econ.), Prof.
ORCID ID: 0000-0003-0513-705X
e-mail: n.kalyuzhna@knute.edu.ua
State University of Trade and Economics, Kyiv, Ukraine

SYSTEMIC MODEL OF MONETARY REGULATION IN UKRAINE

Background. The enhancement of effectiveness in regulating the financial and real sectors of the economy through monetary policy is achieved by the coordinated functioning of all components of its regulatory mechanism. Recognizing the systemic principles of monetary processes requires further development and generalization of monetary regulation in the form of a detailed model that should be built on understanding the general nature of this process and accounting for the specifics of its course in Ukraine under martial law conditions. Therefore, the purpose of the study is to develop a systemic model of monetary regulation in Ukraine based on the systematization of theoretical and methodological principles and organizational-management aspects of implementing the state's monetary policy, as well as substantiating criteria for its effectiveness.

Methods. To achieve the set goal, the study used methods of induction (to form an inductive generalization regarding the systemic essence of the monetary regulation process), analysis and synthesis (when considering the instruments, goals, and results of the monetary policy of the National Bank of Ukraine), abstraction and generalization (to identify general and specific systemic characteristics of the monetary regulation process in Ukraine), graphical modeling (to form a systemic model of monetary regulation in Ukraine), and mathematical modeling (to substantiate the performance criterion of the systemic model of monetary regulation.)

Results. The proposed systemic model of monetary regulation was developed taking into account both the essence of monetary policy aimed at ensuring price stability, and the specifics of its implementation in the state, which is determined primarily by the state and the dynamics of critical indicators of achieving monetary goals. The key elements of the model are defined taking into account the impact of the Russian military aggression, the consequences of which were reflected by the critical deviation of the key indicators of monetary policy (primarily, consumer inflation and the discount rate) from the predicted values. The development of the model of monetary regulation in Ukraine confirmed the expediency of

considering this process from the point of view of a systemic approach, which assumes the existence of elements traditional for the management system: subjects and objects of regulation, goals, tools, and indicators of their achievement. The crucial role of transmission channels in achieving the state's monetary policy goals is substantiated for developing a systemic model of monetary regulation in Ukraine. Taking into account the effectiveness of the influence of monetary regulation instruments on the financial and real sectors of the national economy, the transmission mechanism of monetary policy is defined as the central element of the systemic model of monetary regulation in Ukraine.

C o n c l u s i o n s . *The systemic model of monetary regulation proposed in the work was developed considering both the essence of monetary policy, aimed at ensuring price stability, and the specifics of its implementation, determined primarily by the state and dynamics of key indicators showing the achievement of monetary objectives. The key elements of the model were specified taking into account the impact of Russian military aggression, which resulted in critical deviation of crucial monetary policy indicators (primarily, consumer inflation and the discount rate) from the predicted values. The development of the model of monetary regulation in Ukraine has confirmed the expediency of considering this process from the standpoint of a systemic approach that assumes the presence of elements traditional for the management system: subjects and objects of regulation, goals, tools and indicators of their achievement. In developing a systemic model of monetary regulation in Ukraine, the study also substantiates the key role of transmission channels in achieving the goals of the state's monetary policy. With regard to the effectiveness of the monetary regulation instruments on the financial and real sectors of the national economy, the transmission mechanism of monetary policy is defined as the central element of the systemic model of monetary regulation in Ukraine.*

K e y w o r d s : *National Bank of Ukraine; monetary policy; monetary regulation; systemic approach; model; inflation; discount rate; performance criterion; transmission mechanism.*

Автори заявляють про відсутність конфлікту інтересів. Спонсори не брали участі в розробленні дослідження; у зборі, аналізі чи інтерпретації даних; у написанні рукопису; в рішенні про публікацію результатів.

The authors declare no conflicts of interest. The funders had no role in the design of the study; in the collection, analyses or interpretation of data; in the writing of the manuscript; or in the decision to publish the results.