

DOI: <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2024-70-185>

УДК 33.338.2

МОНЕТАРНА ПОЛІТИКА ПІД ЧАС КРИЗ: РЕФОРМИ, ОЧІКУВАННЯ СПОЖИВАЧІВ ТА РОЛЬ ТРАНСМІСІЙНОГО МЕХАНІЗМУ В ПОВЕРНЕННІ УКРАЇНИ ДО ТАРГЕТУВАННЯ ІНФЛЯЦІЇ

MONETARY POLICY DURING CRISES: REFORMS, CONSUMER EXPECTATIONS AND THE ROLE OF THE TRANSMISSION MECHANISM IN UKRAINE'S RETURN TO INFLATION TARGETING

Щербатих Денис Володимирович

кандидат економічних наук,
доцент кафедри економіки, фінансів та обліку,
Приватний вищий навчальний заклад «Європейський університет»
ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-5314-1884>

Котвицька Наталія Миколаївна

доктор економічних наук,
доцент кафедри економіки, фінансів та обліку,
Приватний вищий навчальний заклад «Європейський університет»
ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-0864-1470>

Shcherbatykh Denis, Kotvytska Nataliia

Private Higher Education Institution "European University"

У цій статті досліджується траєкторія еволюції монетарної політики України, аналізується ефективність інституційних реформ, запроваджених з 2014 року, та їхня роль у посиленні трансмісійного механізму. У дослідженні розглядається перехід від режиму таргетування обмінного курсу до таргетування інфляції в 2016 році, а також повернення до фіксації обмінного курсу у воєнний час, висвітлюючи проблеми, пов'язані з масштабними валютними інтервенціями, перебоями в каналах трансмісії та зміною очікувань споживачів. Особливу увагу приділено вразливим місцям, включаючи підвищений попит на іноземну валюту та дисбаланс між імпортом та експортом, що спонукає НБУ до надзначних валютних інтервенцій. Враховуючи необхідність повернення до таргетування інфляції після війни на що наголошує Національний банк України, дослідження окреслює та виводить ключові кроки, реалізація яких забезпечить успішність такого повернення. Такий перехід вимагатиме не лише технічних коригувань, але й нової хвилі вдосконалення комунікаційних стратегій для роботи з населенням, закріплюючи очікування споживачів; унеможливлення фіскального домінування; відновлення повноцінного трансмісійного механізму, що забезпечить довгострокове процвітання країни.

Ключові слова: режим таргетування інфляції, центральний банк, трансмісійний механізм, НБУ, Україна, стабільність, резерви.

This article examines the trajectory of Ukraine's monetary policy evolution, analyzing the effectiveness of institutional reforms implemented since 2014 and their role in strengthening the transmission mechanism. The study examines the transition from exchange rate targeting to inflation targeting in 2016, as well as the return to exchange rate fixing during wartime, highlighting the problems associated with large-scale foreign exchange interventions, disruptions in transmission channels, and changing consumer expectations. Particular attention is paid to vulnerabilities, including increased demand for foreign exchange and the imbalance between imports and exports, which prompt the NBU to engage in excessive foreign exchange interventions. The war fundamentally changed Ukraine's economic reality, forcing the NBU to take extraordinary measures to stabilize the financial system. These measures have become necessary for short-term survival, but are dangerous in the long term. The challenge is to ensure that the progress already made in monetary policy is renewed, which is what makes the return to inflation targeting so important, as emphasized by the National Bank of Ukraine. The study outlines

and deduces key steps, the implementation of which will ensure the success of such a return. The study takes into account the lessons of the key reforms of 2014–2015 in changing monetary policy, proposing to understand how institutional resilience and proactive policy adaptation can accelerate Ukraine's post-war monetary recovery. Such a transition will require not only technical adjustments, but also a new wave of improved communication strategies for working with the population, consolidating consumer expectations; making fiscal dominance impossible; restoring a full-fledged transmission mechanism. Achieving national prosperity in Ukraine is closely linked to the successful reintegration of the inflation targeting regime. The framework will lay the foundation for long-term macroeconomic stability, an important prerequisite for broad-based growth and public well-being. Stable and predictable inflation creates a climate of confidence, encouraging investment and consumption. Over time, this creates a virtuous cycle in which sustained economic growth is accompanied by rising living standards. An inflation targeting regime will be a driving force for consistent and responsible monetary policy, opening the door to deeper international integration. In the future, the success of inflation targeting will be measured not only by low and stable inflation, but also by its ability to serve as the cornerstone of a resilient, dynamic economy that offers tangible improvements in the lives of citizens.

Keywords: inflation targeting regime, central bank, transmission mechanism, NBU, Ukraine, stability, reserves.

Постановка проблеми. Грошово-кредитна політика України зазнала значних трансформацій за останнє десятиліття. Такі зміни, були адаптацією та відповіддю на економічні та геополітичні виклики, що не закінчуються і понині. У 2014–2015 роках Національний банк України (НБУ) здійснив значні реформи, результатом яких став перехід до режиму таргетування інфляції в 2016 році. Це ознаменувало серйозний відхід від попередньої системи таргетування обмінного курсу. Початок повномасштабного військового вторгнення РФ у 2022 році змусило центральний банк відмовитися від інфляційного таргетування на користь старого режиму для стабілізації економіки. Війна напружила грошово-кредитну систему України, послабивши трансмісійний механізм та ускладнивши зусилля з управління очікуваннями споживачів. Незважаючи на ці виклики, НБУ прагне повернутися до режиму таргетування інфляції в майбутньому, ймовірно, після закінчення війни або її найінтенсивнішої фази. Цей перехід вимагатиме відбудови економіки, відновлення ефективності монетарних інструментів. Взаємодія між нововведеннями, трансмісійним механізмом та очікуваннями споживачів буде мати вирішальне значення для забезпечення успіху цього переходу.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Питання режиму таргетування інфляції та його аналіз були в центрі значних досліджень, як у світі, так і в Україні. Міжнародні дослідження Фредерік С. Мішкін, Бен С. Бернанке [1], П'єр-Рішар Агенор, Луїс А. Перейра да Сілва [2] та інших, дають цінну інформацію про умови, необхідні для успіху таргетування інфляції, механізми його функціонування та його наслідки для економічної стабільності, добробуту суспільства. В українському ж контексті внесок вітчизняних дослідників також є

суттєвим. Антон Груй, Ніколас Арагон, Олександр Фарина, Дмитро Круковець, Катерина Савольчук, Олексій Суліменко, Артем Вдовиченко, Олександр Жолудь [3], Анатолій Глазунов, Первін Дадашова, Ірина Лук'яненко [4] та інші займаються дослідженнями особливостей складної економічної структури України. Їхня робота стосується критичних аспектів реалізації монетарної політики та її ефективності, включаючи режим таргетування інфляції. Однак, хоча ці та інші дослідження ефективно окреслюють основи монетарної політики, переваги інфляційного таргетування, стратегії його впровадження та відновлення, вони не повністю вирішують усі унікальні проблеми, пов'язані з його відтворенням в контексті економіки України та війни. Ця стаття зосереджується на діях, необхідних для забезпечення успішного повернення до таргетування інфляції в Україні враховуючи усю комплексність взаємозв'язків реформ, очікувань та трансмісійного механізму.

Постановка завдання. З огляду на вищевикладене, основною метою статті є дослідження викликів і можливостей, пов'язаних з переходом України від поточного режиму обмінного курсу до режиму таргетування інфляції. Це передбачає аналіз впливу минулих реформ на трансмісійний механізм, оцінку того, як триваюча війна порушила його функціонування та вплинула на очікування споживачів, а також визначення необхідних заходів для відновлення здорової монетарної системи в довгостроковій перспективі через режим таргетування інфляції у післявоєнний період.

Виклад основного матеріалу дослідження. Ефективність реформ у зміцненні інституційної спроможності НБУ та механізму монетарної трансмісії. Період 2014-2015 року став переломним для монетарної політики

України. Економічна та фінансова криза, посилена геополітичною нестабільністю, анексією Криму та початком війни на сході України змусила центральний банк здійснити глибокі інституційні та структурні реформи. Ці реформи мали на меті встановити макроекономічну стабільність, відновити суспільну довіру та підвищити ефективність інструментів грошово-кредитної політики.

Ключовою реформою, яка зробила можливим усі подальші зміни, стало посилення інституційної та фінансової незалежності центрального банку. Саме в 2015 році центральний банк досягнув таких складових незалежності [5]:

- інституційної, ставши самостійним державним органом, на який не можуть впливати інші державні інституції;

- функціональної, що визначила повноваження НБУ та унеможливила підтримку уряду на шкоду цілям банку;

- фінансової, що реалізована у спрямуванні прибутку до розподілу на формування резервів центрального банку і лише після цього частина прибутку підлягає переданню до Держбюджету України, хоча раніше центральний банк мав перераховувати половину прибутку до розподілу до Державного бюджету України;

- особистої, тобто такої, що унеможливила політичний тиск на центральний банк.

Ця незалежність була зафіксована шляхом внесення змін до законодавства, зокрема через Закон України «Про Національний банк України» від 2015 року. Незалежність НБУ дозволила впроваджувати непопулярні, але необхідні рішення, а також діяти миттєво реа-

гуючи на економічні виклики, використовуючи увесь наявний інструментарій.

Іншим важливим елементом реформ було очищення банківського сектору, який відіграв важливу роль у зміцненні трансмісійного механізму монетарної політики. Як видно з рис. 1 у період з початку 2014 по 2018 рік кількість банків зменшилась із 180 до 82 [6].

В 2017 році було виділено основні причини закриття банків: втрата ліквідності/капіталу (58), порушення законодавства у сфері фінансового моніторингу (14). Також серед причин виокремлювались: структурна непрозорість (6), самоліквідація (5), Крим та АТО(7) [7]. Таким чином, більшість закритих банків підривали фінансову стабільність через недостатній запас ліквідності та капіталу, що в часи погіршення макроекономічного клімату могло б призвести до драматичних наслідків. Ця реформа банківського сектору не тільки стабілізувала фінансову систему, але й підвищила ефективність монетарної політики, забезпечивши роботу кредитних каналів через більш здорові та прозорі установи.

Реформи також торкнулися пріоритетів прозорості та комунікації НБУ. Якісний взаємозв'язок із громадськістю є фундаментом для успіху таргетування інфляції. Таким чином помітне місце почали займати регулярні комунікаційні заходи, де центральний банк почав пояснювати рішення стосовно монетарної політики; інфляційні звіти та коментарі по інфляції; публічні заходи для бізнесу, експертів та студентів; сайт НБУ, що було оновлено та модернізовано. Варто визнати, що інформаційне супроводження від центрального банку дозволило якісно роз'яснити

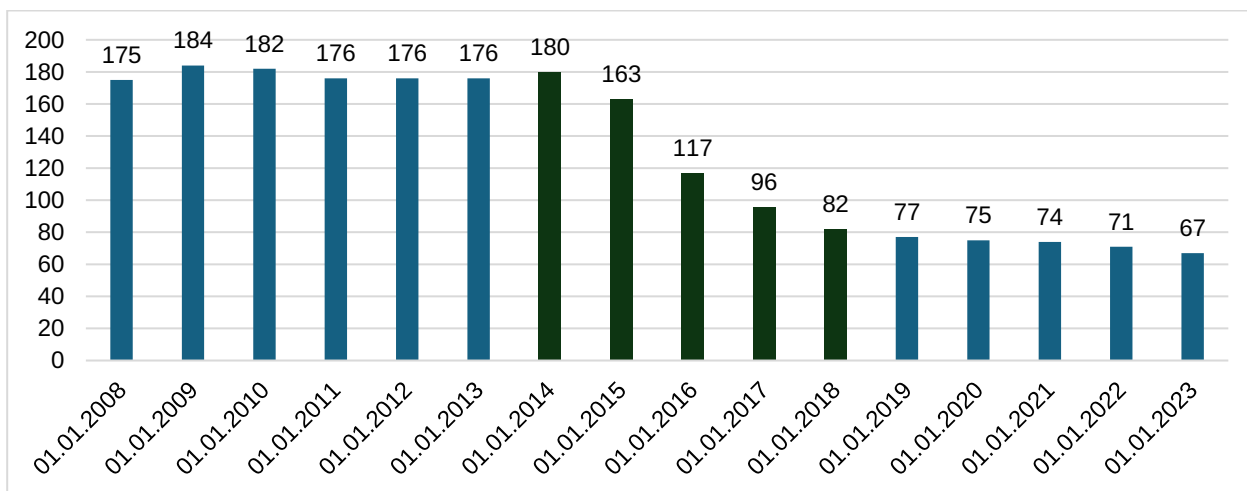


Рис. 1. Кількість комерційних банків в Україні

Джерело: [6]

населенню України усі переваги та необхідність режиму таргетування інфляції [8]. Такі дії підвищили передбачуваність монетарної політики та сприяли закріпленню інфляційних очікувань, які є критично важливим компонентом ефективного трансмісійного механізму та формують тренд розвитку інфляції. Чітка комунікація допомогла НБУ зміцнити довіру серед бізнесу та споживачів, забезпечивши розуміння та очікування змін політики, тим самим посиливши свій вплив на економіку України.

Трансформаційною реформою став перехід до плаваючого обмінного курсу, який зробив можливим бажаний та надважливий перехід до режиму таргетування інфляції. Відмовившись від системи фіксованого обмінного курсу на користь плаваючого, центральний банк змінив фокус із змін валютного курсу на зміни рівня інфляції. Центральний банк зменшив навантаження на резерви іноземної валюти та дозволив ринковим силам відігравати вирішальну роль у визначенні вартості гривні. Ця зміна дозволила НБУ використовувати облікову ставку як основний інструмент монетарної політики, а не покладатися на прямі валютні інтервенції та не виснажувати резерви. Інтервенції тепер набули статус лише додаткового інструменту, що допомагав

згладжувати шоки, поповнювати міжнародні резерви та підтримувати трансмісію ставки [9]. Таким чином, роль каналів відсоткових ставок у монетарному трансмісійному механізмі посилилася та стала ключовою, оскільки зміни облікової ставки центрального банку почали мати чіткіший і більш безпосередній вплив на ринкові ставки, умови кредитування та інфляційні очікування.

В результаті цих реформ режим таргетування інфляції дав відчутні результати в довоєнний період. В Постанові Правління Національного Банку України 2015 року «Про Основні засади грошово-кредитної політики на 2016–2020 роки» було визначені наступні цілі [10]:

- грудень 2016 року – 12 % +/- 3 п. п.;
- грудень 2017 року – 8 % +/- 2 п. п.;
- грудень 2018 року – 6 % +/- 2 п. п.;
- грудень 2019 року і надалі – 5 % +/- 1 п. п.

Як видно на рис. 2, рівень інфляції, який досяг піку у вигляді 43,3% у 2015 році через девальвацію валюти та відсутність економічної стабільності, знизився до 4,1% вже у 2019 році, потрапивши в ціль [11].

НБУ також вдалося накопичити валютні резерви, які в 2021 році перевищили 30 мільярдів доларів США, хоча ще в лютому 2015 року вони були на рівні 5,6 мільярдів доларів США [12].

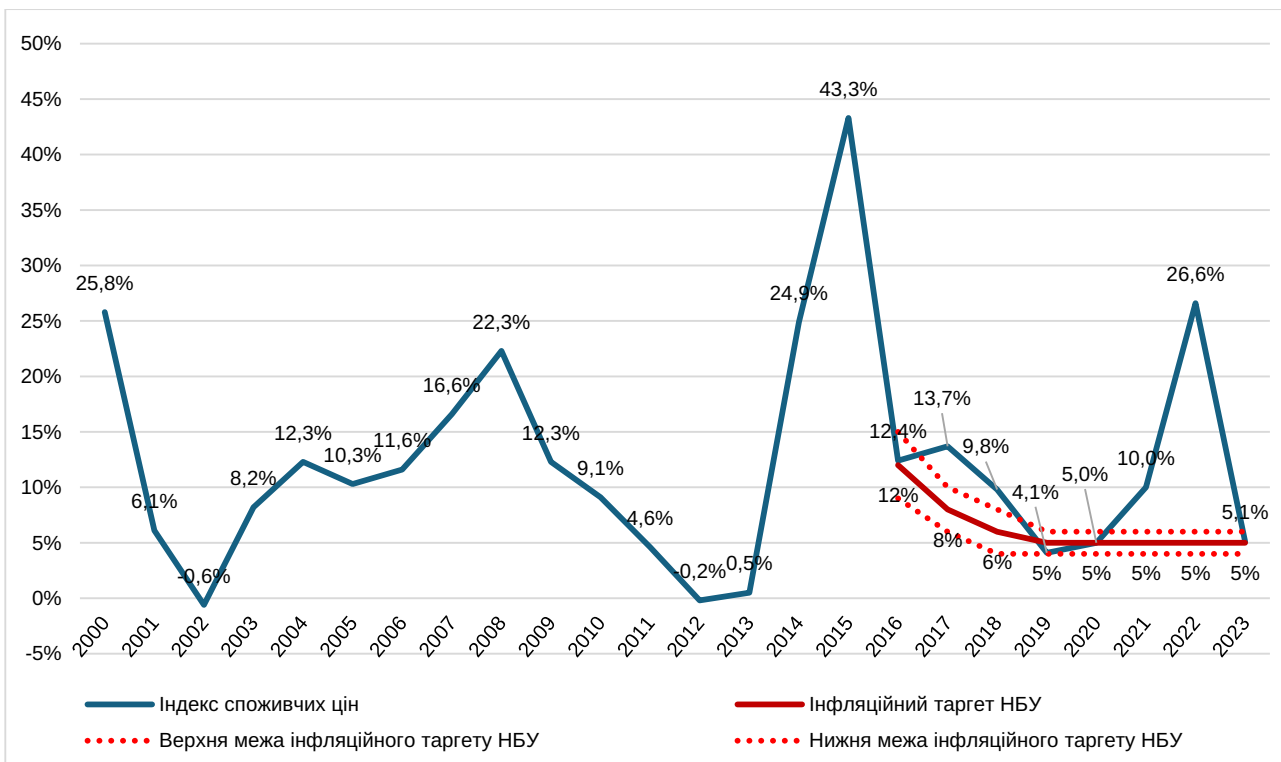


Рис. 2. Індекс споживчих цін, %

Джерело: [10; 11]

Це забезпечило критичний буфер для зовнішніх ударів. Крім того, узгодження інфляційних очікувань із цілями політики лише підкреслило довіру до центрального банку та його здатності ефективно керувати економічною стабільністю.

Вищенаведені реформи перетворили НБУ на більш незалежну, прозору та ефективну установу, заклавши фундамент для таргетування інфляції, як основи монетарної політики України. Ці зміни значно покращили трансмісійний механізм, зокрема канали відсоткової ставки та очікувань, і сприяли відновленню макроекономічної стабільності в роки, що передували війні. Структурні недоліки української економіки, такі як високий рівень доларизації, тінізації, загальна недовіра з боку населення обмежили повну ефективність реформ, а недолік досвіду НБУ із не завжди своєчасними рішеннями та загальна підвищена чутливість української економіки до зовнішніх шоків не завжди дозволяли потрапляти в ціль по інфляції. Однак, не зважаючи на це, саме в цей період було сформовано надважливий фундамент, що дозволить українській економіці вистояти в найбільш похмурий період історії своєї незалежності.

Вплив повномасштабної війни на монетарну політику України. Повномасштабне вторгнення РФ в лютому 2022 року, докорінно змінило економічне положення країни, глибоко вплинувши на структуру монетарної політики. Війна змусила НБУ відмовитися від режиму таргетування інфляції на користь

таргетування обмінного курсу. Цей перехід став відповіддю на втрату економічної стабільності та загальне потрясіння населення. Щоб пом'якшити паніку та запобігти повномасштабній валютній кризі, центральний банк прив'язав курс гривні до долара США за фіксованим курсом, запровадивши розширений контроль над рухом капіталу та впровадивши обмеження на операції з обміну валюти, що з часом пом'якшувались. Відразу після вторгнення валютний тиск серйозно почав виснажувати валютні резерви. Протягом короткого проміжку часу з лютого по липень 2022 року резерви скоротились із 27,6 млрд. дол. США до 22,4 млрд. дол. США, однак протягом наступних періодів НБУ вдалося їх накопичити до рівня 40 млрд. дол. США, що видно по динаміці зміни резервів (рис. 3) [12; 13].

Варто зазначити, що не зважаючи на помітний ріст резервів, таку динаміку важко назвати безумовно позитивною. Лише завдяки міжнародній допомозі Україна має такі значні резерви. Україна отримує фінансову підтримку від США, ЄС, Світового банку, МВФ, Канади, Німеччини [14].

За режиму таргетування обмінного курсу та його еквівалентів саме валютні інтервенції є основним інструментом політики, що зробило резерви ключовою лінією захисту економіки. Режим керованої гнучкості, що було впроваджено в 2023 році якісно не змінив ситуацію, так як НБУ і далі контролює ситуацію на міжбанківському ринку та повністю компенсує



Рис. 3. Валові міжнародні резерви, млрд дол. США

Джерело: [12]

валютний дефіцит, підтримуючи курс та уникаючи суттєвих коливань [15].

3 лютого 2022 року центральний банк активно застосовує валютні інтервенції, витрачаючи в середньому \$2,3 млрд щомісяця [16]. Ця суттєва і стійка залежність від інтервенцій відображає надзвичайний економічний і фінансовий тиск, з яким Україна зіткнулася під час війни.

Однією з головних причин значного використання валютних інтервенцій є різке збільшення витрат на оборону. Триваюча війна вимагає від уряду виділення значних фінансових ресурсів для підтримки військових операцій і забезпечення безпеки країни, створюючи значний попит на іноземну валюту. Іншим критичним фактором є незбалансованість зовнішньоторговельних потоків. Обсяг імпорту за 2022 рік склав 55,3 млрд. дол. США, експорту ж лише 44,1 млрд. дол. США, що вказує на від'ємне сальдо 11,1 млрд. дол. США. В 2021 році воно також було негативним, однак значно меншим і складало 4,8 млрд. дол. США [17]. Така ситуація змушує НБУ втручатися, щоб задовольнити цей підвищений попит. Нарешті, помітно зріс попит населення на іноземну валюту. В умовах економічної невизначеності та ризиків девальвації, пов'язаних з війною, підприємства та звичайне населення намагається конвертувати свої гривні в більш стабільну валюту, як захисний захід. Цей підвищений попит ще більше напружує валютний ринок, змушуючи НБУ вживати агресивних інтервенцій для стабілізації гривні та запобігання надмірній девальвації.

Режим керованої гнучкості порушив встановлений за режиму таргетування інфляції основний канал передачі грошово-кредитної політики, зокрема канал процентної ставки. За таргетування інфляції зміни облікової ставки безпосередньо впливають на ринкові процентні ставки, умови кредитування та, зрештою, на інфляційні очікування. Однак запровадження фіксованого обмінного курсу послабило передачу грошово-кредитної політики через процентні ставки. Оскільки вартість гривні фактично відокремлена від ринкових сил, спроможність центрального банку використовувати коригування процентних ставок, як інструмент для управління інфляцією є обмеженою. Наприклад, центральний банк підвищив облікову ставку до 25% у червні 2022 року [18], щоб приборкати інфляцію, але вплив цього заходу на вартість запозичень та інвестиційну поведінку

був обмеженим через домінування неринкових механізмів.

Очікування споживачів – надважливий компонент ефективної монетарної політики, сильно постраждав від війни. Невизначеність щодо тривалості військових дій, періодичне знецінення валюти в поєднанні зі зростанням інфляції та погіршенням рівня життя підриває довіру суспільства до економічної стабільності.

Хоча фіксований обмінний курс забезпечує короткострокову стабільність, він значно знижує ефективність монетарної політики, а також виснажує резерви, навіть якщо це одразу непомітно через постійне їх поповнення міжнародними запозиченнями. Центральний банк стикнеться із подвійним завданням: подолати поточну кризу, одночасно заклавши основу для повернення до таргетування інфляції в післявоєнних умовах.

Стратегія відновлення таргетування інфляції в післявоєнній Україні. Важливою точкою опори цього переходу стане відновлення відсутності фіскального домінування. На кінець грудня 2022 року НБУ володіє найбільшим портфелем ОВДП із часткою 51,93%. Загалом центральний банк профінансував бюджет на 400 млрд грн [19]. Післявоєнне середовище дасть можливість повноцінно відновити незалежність центрального банку.

Відновлення ефективності трансмісійного механізму стане ключовим елементом переходу до таргетування інфляції. Війна порушила ключовий канал трансмісії монетарної політики – канал облікової ставки. У післявоєнний період поступове повернення до режиму гнучкого валютного курсу сприятиме зменшенню потреби в інтервенціях, дозволяючи зберігати резерви. Це, у свою чергу, зміцнить здатність центрального банку реагувати на майбутні шоки та підтримувати довіру до системи монетарної політики.

Після війни саме збільшення експорту стане надважливим пріоритетом відновлення економіки України та забезпечить додаткове надходження іноземної валюти. Незважаючи на те, що розвиток експорту не входить безпосередньо до повноважень монетарної політики НБУ, центральний банк може співпрацювати з державними органами для узгодження фіскальної та монетарної політики. Спільні програми доступних кредитів та можливі податкові стимули, субсидії з боку уряду для експортно-орієнтованих галузей, можуть додатково стимулювати зростання торгівлі,

одночасно забезпечуючи макроекономічну стабільність.

Щоб забезпечити плавний перехід, центральний банк також має зосередитися на ефективному управлінні інфляційними очікуваннями. Висока інфляція під час війни та її наслідки дещо підривають довіру суспільства до здатності центрального банку досягти цінової стабільності. Цілеспрямовані комунікаційні стратегії також матимуть серйозне значення для закріплення очікувань до цілей по інфляції. Просвітницькі кампанії мають бути розпочаті з новою силою.

Висновки. Підсумовуючи, варто сказати, що шлях монетарної політики України, від запровадження таргетування інфляції в 2016 році до тимчасового переходу до таргетування обмінного курсу на тлі триваючої війни, відображає, як стійкість, так і виклики, з якими стикається НБУ. Реформи, розпочаті з 2014 року, значно посилили інституційну силу центрального банку, підвищивши прозорість, незалежність та ефективність трансмісійного механізму. Ці досягнення заклали міцну основу для стабілізації інфляційних очі-

кувань та сприяння економічному зростанню. Нинішня війна глибоко вплинула на канали грошової трансмісії, очікування споживачів і баланс валютних резервів. Необхідність підтримки видатків на оборону, обслуговування державного боргу та усунення дисбалансів у торгівлі змушують центральний банк витратити значні резерви шляхом валютних інтервенцій. Хоча ці заходи є важливими для короткострокової стабільності, вони нехтують довгостроковим зростанням.

Заглядаючи вперед, відновлення інфляційного таргетування в післявоєнній Україні пропонує шлях до сталого економічного відновлення та довгострокової стабільності. Однак цей перехід вимагатиме стратегічного підходу, зосередженого на виключенні елементів фіскального домінування, повноцінного відновлення трансмісійного механізму та роботі НБУ з населенням. Враховуючи минулі успіхи і адаптуючись до поточних викликів, Україна може використовувати свою монетарну систему для сприяння економічному зростанню та відновленню стабільності у післявоєнний період.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ:

1. Bernanke, B. S., & Mishkin, F. S. (1997). Inflation Targeting: A New Framework For Monetary Policy? [NBER Working Paper Series]. URL: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w5893/w5893.pdf
2. Agénor, P.-R., & Pereira da Silva, L. A. (2013). Inflation Targeting and Financial Stability [CEMLA]. URL: <https://www.cemla.org/PDF/IADB-CEMLA-InflationTargeting.pdf>
3. Grujić, A., Aragon, N., Faryna, O., Krukovič, D., Savolchuk, K., Sulimenko, O., Zholid, O. (2023). Between russian Invasions: The Monetary Policy Transmission Mechanism in Ukraine in 2015-2021 [NBU Working Papers]. URL: <https://bank.gov.ua/en/news/all/mij-rosijskimi-vtorgnennyami-transmisiyniy-mehanizm-monetarnoyi-politiki-v-ukrayini-u-2015-2021-rokah-anton-gruy-ta-in-eng>
4. Hlazunov, A., Dadashova, P., Lukianenko, I. (2023). Interest Rate Pass-Through In Ukraine: Evidence From The Bank Ownership [Financial And Credit Activity: Problems Of Theory And Practice]. URL: <https://fkd.net.ua/index.php/fkd/article/view/4135>
5. Прозорість. Відкритість. Підзвітність. Річний Звіт 2015 [Національний банк України]. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/A_report_2015.pdf
6. Кількість банків в Україні [Мінфін]. URL: <https://index.minfin.com.ua/ua/banks/stat/count/>
7. Відякін, М. (2017). Три роки Реформи фінансового сектору [Національний банк України]. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/3Yreforms_2017-06-22_pr.pdf?v=11
8. Дорожня карта Національного банку України з переходу до інфляційного таргетування (IT) [Національний банк України]. (2016). URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/IT_nbu_pr_2016-03-16.pdf?v=4
9. Стратегія монетарної політики на 2016-2020 роки [Національний банк України]. (2015). URL: [https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/%D0%A1%D1%82%D1%80%D0%B0%D1%82%D0%B5%D0%B3%D1%96%D1%8F%20v11%20\(17%2008%202015\).pdf](https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/%D0%A1%D1%82%D1%80%D0%B0%D1%82%D0%B5%D0%B3%D1%96%D1%8F%20v11%20(17%2008%202015).pdf)
10. Про Основні засади грошово-кредитної політики на 2016 - 2020 роки [Верховна Рада України]. (2015). URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0541500-15#Text>
11. Індекс інфляції в Україні [Мінфін]. URL: <https://index.minfin.com.ua/ua/economy/index/inflation/>
12. Динаміка міжнародних резервів [Національний банк України]. URL: <https://bank.gov.ua/ua/markets/international-reserves-allinfo/dynamics?startDate=01.01.2010&endDate=01.12.2023>
13. Лупін, О. (2023). Валютна політика в умовах воєнного стану [Національний банк України]. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Currency_policy_conditions_martial_law_Lupin_pr_2023-04.pdf?v=6

14. Павлиш, О. (2023). Міжнародні резерви України на початок року зросли до \$28,5 мільярдів – НБУ [Економічна правда]. URL: <https://epravda.com.ua/news/2023/01/7/695753/>
15. НБУ впроваджує керовану гнучкість обмінного курсу [Національний банк України]. (2023). URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/nbu-vprovadjuje-kerovanu-gnuchkist-obminnogo-kursu-scho-posilit-stiykist-valyutnogo-rinku-ta-ekonomiki>
16. Валютні інтервенції НБУ [Національний банк України]. URL: <https://bank.gov.ua/ua/markets/currency-interventions?startDate=01.01.2013&endDate=01.12.2023>
17. Зовнішня торгівля України товарами у 2022 році [Державна служба статистики України]. (2023). URL: <https://ukrstat.gov.ua/express/expr2023/02/04.pdf>
18. Національний банк України підвищив облікову ставку до 25% [Національний банк України]. (2022). URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/natsionalniy-bank-ukrayini-pidvischiv-oblikovu-stavku-do-25>
19. Павлиш, О. (2022). Емісія на 400 мільярдів: НБУ викупив держоблігацій на всю погоджену цього року суму [Економічна правда]. URL: <https://epravda.com.ua/news/2022/12/19/695182/>

REFERENCES:

1. Bernanke, B. S., & Mishkin, F. S. (1997). Inflation Targeting: A New Framework For Monetary Policy? [NBER Working Paper Series]. URL: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w5893/w5893.pdf
2. Agénor, P.-R., & Pereira da Silva, L. A. (2013). Inflation Targeting and Financial Stability [CEMLA]. URL: <https://www.cemla.org/PDF/IADB-CEMLA-InflationTargeting.pdf>
3. Grujić, A., Aragon, N., Faryna, O., Krukovič, D., Savolchuk, K., Sulimenko, O., Zholud, O. (2023). Between Russian Invasions: The Monetary Policy Transmission Mechanism in Ukraine in 2015-2021 [NBU Working Papers]. URL: <https://bank.gov.ua/en/news/all/mij-rosiyskimi-vtorgnennyami-transmissiyniy-mehanizm-monetarynoi-politiki-v-ukrayini-u-2015-2021-rokah-anton-gruy-ta-in-eng>
4. Hlazunov, A., Dadashova, P., Lukianenko, I. (2023). Interest Rate Pass-Through In Ukraine: Evidence From The Bank Ownership [Financial And Credit Activity: Problems Of Theory And Practice]. URL: <https://fkd.net.ua/index.php/fkd/article/view/4135>
5. Transparency. Openness. Accountability. Annual Report 2015 [National Bank of Ukraine]. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/A_report_2015.pdf
6. Number of banks in Ukraine [Minfin]. URL: <https://index.minfin.com.ua/ua/banks/stat/count/>
7. Vidyakin, M. (2017). Three Years of Financial Sector Reform [National Bank of Ukraine]. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/3Yreforms_2017-06-22_pr.pdf?v=11
8. Roadmap of the National Bank of Ukraine for the transition to inflation targeting (IT) [National Bank of Ukraine]. (2016). URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/IT_nbu_pr_2016-03-16.pdf?v=4
9. Monetary Policy Strategy for 2016-2020 [National Bank of Ukraine]. (2015). URL: [https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/%D0%A1%D1%82%D1%80%D0%B0%D1%82%D0%B5%D0%B3%D1%96%D1%8F%20v11%20\(17%2008%202015\).pdf](https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/%D0%A1%D1%82%D1%80%D0%B0%D1%82%D0%B5%D0%B3%D1%96%D1%8F%20v11%20(17%2008%202015).pdf)
10. About the Basic Principles of Monetary Policy for 2016 - 2020 [Verkhovna Rada of Ukraine]. (2015). URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0541500-15#Text>
11. Inflation index in Ukraine [Minfin]. URL: <https://index.minfin.com.ua/ua/economy/index/inflation/>
12. Dynamics of international reserves [National Bank of Ukraine]. URL: <https://bank.gov.ua/ua/markets/international-reserves-allinfo/dynamics?startDate=01.01.2010&endDate=01.12.2023>
13. Lupin, O. (2023). Monetary policy under martial law [National Bank of Ukraine]. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Currency_policy_conditions_martial_law_Lupin_pr_2023-04.pdf?v=6
14. Pavlysh, O. (2023). Ukraine's international reserves increased to \$28.5 billion at the beginning of the year – NBU [Economic truth]. URL: <https://epravda.com.ua/news/2023/01/7/695753/>
15. NBU introduces managed exchange rate flexibility [National Bank of Ukraine]. (2023). URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/nbu-vprovadjuje-kerovanu-gnuchkist-obminnogo-kursu-scho-posilit-stiykist-valyutnogo-rinku-ta-ekonomiki>
16. NBU foreign exchange interventions [National Bank of Ukraine]. URL: <https://bank.gov.ua/ua/markets/currency-interventions?startDate=01.01.2013&endDate=01.12.2023>
17. Ukraine's foreign trade in goods in 2022 [State Statistics Service of Ukraine]. (2023). URL: <https://ukrstat.gov.ua/express/expr2023/02/04.pdf>
18. The National Bank of Ukraine raised the discount rate to 25% [National Bank of Ukraine]. (2022). URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/natsionalniy-bank-ukrayini-pidvischiv-oblikovu-stavku-do-25>
19. Pavlysh, O. (2022). Issue for 400 billion: NBU bought back government bonds for the entire amount agreed this year [Economic truth]. URL: <https://epravda.com.ua/news/2022/12/19/695182/>