

DOI: <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2025-80-9>

УДК 336.76

ВПЛИВ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ НБУ НА ДЕРЖАВНІ ЗАПОЗИЧЕННЯ В УМОВАХ ПОВНОМАСШТАБНОЇ ВІЙНИ

IMPACT OF NBU MONETARY POLICY ON GOVERNMENT BORROWING IN THE CONDITIONS OF THE FULL-SCALE WAR

Береславська Олена Іванівна

доктор економічних наук, професор, професорка кафедри,
Державний податковий університет
ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-8856-2478>

Джус Михайло Олегович

здобувач третього (освітньо-наукового) рівня вищої освіти,
Державний податковий університет
ORCID: <https://orcid.org/0009-0005-6280-0497>

Bereslavska Olena, Dzhus Mykhailo

State Tax University

У статті розглядаються питання впливу ключової ставки Національного банку України на державні запозичення в умовах повномасштабної війни. Актуальність теми зумовлена, з одного боку, значною роллю монетарної політики у забезпеченні фінансової стабільності та інвестиційної привабливості державних цінних паперів, а з іншого – необхідністю врахування фактора війни у процесі ухвалення управлінських рішень. У дослідженні здійснено аналіз заходів НБУ, спрямованих на забезпечення привабливості гривневих активів та стимулювання попиту банків на ОВДП, на основі якого дається критична оцінка процесу регулювання облікової ставки та її впливу на вартість державних запозичень. З метою оцінки процентної політики НБУ в контексті впливу на вартість ОВДП проведено порівняльний аналіз підходів урядів розвинених країн до ціноутворення на ринку державних позик під час Другої світової війни. За результатами дослідження встановлено, що заходи монетарної політики НБУ мали суперечливий характер та не повною мірою враховували потреби держави у залученні коштів на внутрішньому ринку.

Ключові слова: ключова процентна ставка, державні запозичення, монетарна політика, ОВДП, реальна облікова ставка, Національний банк України, депозитні сертифікати.

The purpose of the article is to study the impact of fluctuations in the key (discount) rate of the National Bank of Ukraine (NBU) on government borrowing in the conditions of the full-scale war and to conduct a comparative analysis of the approaches of governments of developed countries to pricing in the government borrowing market during World War II. The relevance of the topic is due to the significant role of monetary policy in shaping financial stability and investment attractiveness of the domestic government borrowing market. In the process of research, a set of general scientific and special methods of scientific knowledge were used to achieve the set goal, namely: the method of generalizations – for consideration of scientific approaches and expert assessment of the object of research; methods of analysis and synthesis, statistical and graphic comparisons, sample grouping – for analysis of the impact of the NBU discount rate on government borrowing in the conditions of the war. The article provides a retrospective analysis of the NBU monetary policy measures to ensure the stability of the banking system at the beginning of the war. Based on the assessment of the process of regulating the NBU discount rate and its impact on the value of government bonds and the value of certificates of deposit, a conclusion was made regarding the problematic nature of stimulating banks to increase the volume of purchases of government bonds using interest rate policy. An analysis of the dynamics of the discount rate, the rate on certificates of deposit, and the weighted average rate on government borrowings showed the attractiveness of operations for banks to place funds in certificates of deposit, despite the state's needs to attract financial resources through government bonds. Based on the analysis of domestic experience during the war and international experience in pricing on the government borrowing market during World War II, it was concluded that in order to mitigate the negative impact of monetary policy on the sphere

of government borrowing, the NBU should abandon the policy of increasing the attractiveness of hryvnia assets, which does not meet the interests of the state, and, following the practice of leading central banks during World War II, take the necessary measures to ensure effective financing of military spending on acceptable terms. This is the practical value of this article.

Keywords: key interest rate, government borrowing, monetary policy, domestic government bonds, real discount rate, National Bank of Ukraine, certificates of deposit.

Постановка проблеми. В умовах сучасної економіки ключова процентна ставка будь-якого центрального банку є одним із основних інструментів монетарної політики, що суттєво впливає кон'юнктуру фінансового ринку. Упродовж повномасштабної війни, яка триває вже майже чотири роки, Національний банк України (НБУ) постійно змінював свою ключову ставку залежно від тенденцій грошового ринку, динаміки інфляції та валютного курсу гривні, що впливало як на вартість, так і на обсяги державних запозичень. Розміщення державних цінних паперів є одним з основних джерел фінансування дефіциту бюджету, розмір якого значно збільшився під час війни, що робить дослідження впливу монетарної політики на державні запозичення вкрай важливим та актуальним в умовах поточної економічної нестабільності та невизначеності щодо обсягів зовнішньої допомоги¹.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Питання впливу монетарної політики на державні запозичення досліджувалося вітчизняними науковцями в різних аспектах. Зокрема, Філімонова О., Тараненко Я. досліджували роль та місце ОВДП у механізмі монетарної трансмісії та монетарній політиці НБУ, аналізували динаміку доходності ОВДП, курсу національної валюти, облікової ставки НБУ, темп інфляції та характеризували ланцюговий зв'язок між даними величинами [1]. Хома І. та Антошук А. оцінювали взаємозв'язок між динамікою доходності гривневих ОВДП та розміром облікової ставки НБУ, а також обґрунтовували вплив доходності гривневих ОВДП на механізм монетарного регулювання НБУ [2]. Шелудько Н., Шишков С. розглядали ефективність дій НБУ на ринках капіталу напередодні та у перші місяці війни в Україні, механізми підтримки ліквідності фінансових інститутів, а також питання доцільності регуляторних обмежень та їхнього впливу на інвестиційну привабливість держоблігацій [3]. Гаркуша Ю. досліджував теоретичні та практичні основи монетарної політики НБУ, а

також характерні ознаки застосування інструментів монетарної політики у період дії воєнного стану. Автором проведено детальний аналіз динаміки обсягу та питомої ваги ОВДП у структурі балансу НБУ [4].

Водночас, зважаючи на актуальність даної проблематики і широку дискусію в наукових дослідженнях щодо ефективності регулювання ключової ставки НБУ та її впливу на доходність ОВДП, додаткового розгляду потребують питання аналізу та оцінки впливу монетарної політики НБУ на державні запозичення в умовах повномасштабної війни.

Метою статті є аналіз та оцінка впливу коливань ключової процентної ставки НБУ на державні запозичення в умовах повномасштабної війни та проведення порівняльного аналізу підходів урядів розвинених країн до ціноутворення на ринку державних позик під час Другої світової війни.

Виклад основного матеріалу дослідження. Економічна наука постулює, що вплив монетарної політики на державні запозичення виявляється передусім через зміну процентних ставок в економіці. Якщо центральний банк проводить жорстку монетарну політику (підвищує ключову ставку), це призводить до зростання загального рівня процентних ставок, у тому числі доходності державних цінних паперів. Як наслідок, державі стає дорожче залучати нові позики, що збільшує видатки на обслуговування державного боргу. І навпаки, м'яка монетарна політика (зниження ключової ставки) зменшує вартість запозичень для держави. Ступінь жорсткості монетарної політики центрального банку зазвичай детермінується рівнем інфляції в економіці, проте в умовах війни він повинен також враховувати необхідність фінансування державою оборонних видатків у повному обсязі.

Логіка дослідження передбачає здійснити короткий екскурс щодо дій НБУ у монетарній політиці на початку повномасштабної війни. Отже, 24 лютого 2022 року Правління НБУ прийняло постанову № 18 «Про роботу банківської системи в період запровадження

¹ Стаття написана у рамках Науково-дослідної теми «Державні запозичення в системі публічних фінансів» (термін виконання 2021-2025 рр., реєстраційний номер № 0121U109588).

воєнного стану», якою було зафіксовано офіційний обмінний курс, введено мораторій на здійснення транскордонних валютних платежів (з окремими винятками) та запроваджено обмеження на зняття готівки з рахунків клієнтів банків [5]. Завдяки оперативній реакції НБУ вдалося забезпечити безперебійну роботу банків і платіжної системи, уникнувши при цьому обмежень на безготівкові розрахунки. На початку березня 2022 року НБУ відклав ухвалення рішення щодо розміру облікової ставки, залишивши її на рівні 10%, і повідомив, що відновить регулярні засідання Правління з монетарних питань (з ухваленням рішень щодо облікової ставки) за умови нормалізації економічної ситуації [6]. Де-факто, це означало призупинення дії режиму інфляційного таргетування на невідзначений строк.

Для підтримання ліквідності банків на належному рівні НБУ запровадив бланкове рефінансування терміном до 1 року з можливістю пролонгації ще на 1 рік (на додачу до стандартних інструментів рефінансування), припинив проведення тендерів з розміщення двотижневих депозитних сертифікатів, а також скасував рішення щодо збільшення нормативів обов'язкового резервування. Зазначені заходи забезпечили для банків можливість вкладати кошти у державні облігації у перші місяці повномасштабної війни.

З метою створення можливості для фінансування критичних видатків бюджету за рахунок емісії Верховна Рада України на період воєнного стану зупинила дію статті 54 Закону України «Про Національний банк України», яка забороняє НБУ купувати на первинному ринку цінні папери, емітовані Кабінетом Міністрів України (КМУ). Президент України Указом від 04.03.2022 р. № 104/2022 рекомендував НБУ здійснити купівлю військових облігацій на умовах та в обсягах, погоджених з урядом. В комплексі це забезпечило правову основу для виконання постанови КМУ від 25.02.2022 р. № 156, яка передбачала емісію військових облігацій в сумі до 400 млрд грн з їх подальшою купівлею НБУ. Відтак з початку березня НБУ розпочав купівлю державних облігацій на первинному ринку траншами по 20-30 млрд грн.

Наприкінці квітня 2022 року, коли обсяг придбаних регулятором військових облігацій досягнув 70 млрд грн, НБУ почав наголошувати, що уряду необхідно активізувати розміщення ОВДП на ринкових умовах, зокрема серед банків. На думку фахівців НБУ, для

досягнення цієї мети Міністерству фінансів слід було б підвищити ставки за ОВДП до «привабливіших для їх покупців рівнів», орієнтуючись на поточні та прогнозовані темпи зростання споживчих цін [7]. При цьому слід враховувати, що у квітні 2022 року темпи інфляції становили 16,4%, а на кінець року, за оцінкою НБУ, мали перевищити 20%.

Вищезазначена позиція НБУ була досить дискусійною, тому що саме регулятор мав найбільше можливостей для стимулювання банків до купівлі державних облігацій. Збільшити зацікавленість банків у таких операціях можна було не лише шляхом підвищення ставок за ОВДП (з відповідним збільшенням витрат на обслуговування державного боргу), але й через суттєве зниження ставки за депозитними сертифікатами, яка на той час становила 9% річних і була близькою до ставок за короткостроковими державними облігаціями. НБУ не мав підстав для збереження прив'язки ставки за депозитними сертифікатами до облікової ставки («мінус» 1 відс. пункт), адже з початку повномасштабної війни фактично перебував у режимі фіксованого обмінного курсу, а ринкові монетарні інструменти, за свідченням самого НБУ, не відігравали відчутної ролі у функціонуванні грошового ринку [8]. Незважаючи на це, НБУ не скористався можливістю вплинути на поведінку банків для активізації ринкових запозичень.

Наприкінці травня 2022 року Голова НБУ в статті «Фінансово-економічна політика за воєнного часу» констатував, що економічна логіка починає заміщувати психологічний шок початку війни і переважання благодійних мотивів, бізнес намагається максимізувати прибуток, а громадяни – збільшити доходи та захистити заощадження [9]. Відтак було зроблено висновок, що зазначена зміна настроїв має бути врахована в економічній політиці держави, і вже 2 червня 2022 року НБУ оголосив про підвищення облікової ставки з 10% до 25% з метою захисту «гривневих доходів та заощаджень громадян, збільшення привабливості гривневих активів, зниження тиску на валютному ринку і в результаті посилення спроможності Національного банку забезпечувати курсову стабільність і стримувати інфляційні процеси під час війни» [10]. Як видно з наведеного переліку операційних цілей, потреби держави в залученні коштів для фінансування дефіциту бюджету не належали до пріоритетів НБУ.

Разом з підвищенням облікової ставки НБУ підвищив ставку за депозитними сертифіка-

тами овернайт з 9% до 23% річних, а ставку за кредитами овернайт – з 11% до 27% річних. Водночас регулятор висловив очікування, що уряд і банки відреагують на зміну облікової ставки відповідним підвищенням ставок за державними облігаціями та депозитами.

Уряд в особі Міністерства фінансів на початках уникав підвищення ставок за військовими облігаціями, акцентуючи увагу на тому, що вони передусім є інструментом підтримки держави в стані війни, а не засобом максимізації доходу від інвестицій [11]. Ставки за військовими ОВДП ще деякий час залишалися фіксованими: за 3-місячними – 9,5% річних, за 6-місячними – 10% річних, за 1,5-річними – 11,5% річних. Урядовий уповноважений з питань управління державним боргом вже після підвищення облікової ставки повідомляв, що Міністерство фінансів спостерігає значний інтерес до військових облігацій з боку громадян. Це підтверджували також представники найбільшої інвестиційної компанії, зазначаючи, що громадяни дуже активні на ринку ОВДП і мають бажання фінансово підтримати країну [12].

Натомість банки, отримавши можливість розміщувати вільну ліквідність в депозитних сертифікатах під 23% річних, практично втратили інтерес до державних облігацій, про що

переконливо свідчить різке скорочення обсягів розміщення останніх.

Якщо у травні 2022 року (до підвищення облікової ставки) Міністерство фінансів на аукціонах з розміщення гривневих ОВДП залучило до бюджету 27,2 млрд грн, то у червні обсяг розміщення скоротився до 8,8 млрд грн, а у вересні – до 0,9 млрд грн (табл. 1, рис. 1). Тобто, фактично держава на кілька місяців втратила доступ до внутрішнього ринку запозичень. При цьому слід враховувати, що ліквідність банків упродовж вказаного періоду стало перевищувала 200 млрд грн в національній валюті та 7 млрд дол. США в іноземній.

Як наслідок, для розблокування доступу до ринку запозичень Міністерство фінансів було змушене значно підвищити ставки за державними облігаціями. Середньозважена дохідність гривневих ОВДП зросла з 10,30% річних у травні (до підвищення облікової ставки) до 15,89% річних у жовтні 2022 року, однак цього було недостатньо для повноцінного відновлення зацікавленості банків вкладати кошти в державні облігації, оскільки для них існувала альтернатива у вигляді депозитних сертифікатів НБУ з дохідністю 23% річних.

Ситуація з розміщенням ОВДП істотно поліпшилась тільки після зміни Голови НБУ,



Рис. 1. Облікова ставка, середньозважена дохідність та місячні обсяги розміщення гривневих ОВДП на первинному ринку у 2022-2025 рр.

Джерело: сформовано авторами за даними НБУ

Таблиця 1

Обсяги розміщення та дохідність гривневих ОВДП на первинному ринку у 2022-2025 рр.

	2022 рік		2023 рік		2024 рік		2025 рік	
	обсяг, млрд грн	ср/зв дохід-ть, % річних	обсяг, млрд грн	ср/зв дохід-ть, % річних	обсяг, млрд грн	ср/зв дохід-ть, % річних	обсяг, млрд грн	ср/зв дохід-ть, % річних
січень	6,8	12,06	40,7	18,64	13,4	17,75	29,5	14,89
лютий	5,2	11,62	31,9	19,11	21,5	17,32	16,2	16,03
березень	29,3	10,93	38,1	19,47	34,2	17,19	30,4	16,39
квітень	20,3	10,74	25,2	19,27	26,6	17,00	47,6	16,23
травень	27,2	10,30	30,2	19,31	43,4	16,15	34,1	16,22
червень	8,8	9,70	29,4	18,91	38,4	15,58	37,1	16,37
липень	6,5	14,48	31,8	19,04	26,4	15,08	54,9	16,18
серпень	7,2	13,83	26,5	19,12	29,1	16,15	27,3	15,76
вересень	0,9	14,18	23,9	18,62	47,6	16,02	25,9	16,65
жовтень	6,9	15,89	44,1	18,50	83,5	15,59	73,7	16,49
листопад	21,7	14,81	46,9	17,88	72,9	15,36		
грудень	23,6	17,26	33,0	17,16	61,0	15,65		
Всього	164,4	12,72	401,8	18,7	497,8	15,98	376,6	16,18

Джерело: сформовано авторами за даними НБУ

подальшого підвищення ставок за облігаціями та створення механізму, який дозволив банкам зараховувати визначені серії ОВДП у покриття заздалегідь підвищених обов'язкових резервів [13].

На окрему увагу заслуговує питання дохідності військових облігацій, які НБУ придбав у 2022 році на первинному ринку. На першому етапі, протягом березня-травня, НБУ монетизував облігації номінальною вартістю 120 млрд грн з фіксованою ставкою 11% річних. Проте відразу після підвищення облікової ставки до 25% КМУ змінив умови емісії, прив'язавши дохідність військових облігацій до середнього значення облікової ставки за річний період, що передувє купонним виплатам (постанова КМУ від 07.06.2022 р. № 659). На таких умовах протягом червня-грудня НБУ придбав облігації номінальною вартістю 280 млрд грн. У підсумку, середньозважена вартість державних запозичень в національній валюті у 2022 році (включно з ОВДП, які придбав НБУ) сягнула 18,26%, порівняно з 11,34% у 2021 році.

У квітні 2023 року НБУ запровадив новий інструмент – тримісячні депозитні сертифікати, ставка за якими була встановлена на рівні облікової ставки [14]. Попри те, що основною задекларованою метою запровадження

цього інструменту було стимулювання банків до підвищення ставок за строковими депозитами, фактично він створив безпосередню конкуренцію для короткострокових запозичень держави на внутрішньому ринку.

До зниження облікової ставки НБУ перейшов лише у липні 2023 року, коли темпи інфляції в річному вимірі становили 12,8% і продовжували стрімко знижуватись (досягнувши локального мінімуму 3,2% у березні-квітні 2024 року). Цикл пом'якшення монетарних умов тривав до червня 2024 року, протягом якого облікову ставку було знижено до 13%. Однак слід враховувати, що у жовтні 2023 року НБУ змінив операційний дизайн монетарної політики, прирівнявши облікову ставку до ставки за депозитними сертифікатами овернайт (так звана система нижньої межі), що забезпечило її «формальне» зниження на 4 відс. пункти. Натомість всі «робочі» ставки за активними та пасивними операціями НБУ, зокрема за тримісячними депозитними сертифікатами, на той момент залишалися незмінними.

Наприкінці 2024 року, на тлі прискорення темпів інфляції до 11,2%, НБУ розпочав новий цикл посилення жорсткості процентної політики. За три місяці облікову ставку було підвищено на 2,5 відс. п. до 15,5%. Ставка

за тримісячними депозитними сертифікатами спочатку підвищувалась синхронно з обліковою ставкою (загалом на 2,5 відс. п. до 18%), проте у квітні 2025 року під час чергової зміни операційного дизайну процентної політики НБУ підвищив її ще на 1 відс. п. до 19%. Таким чином, станом на жовтень 2025 року і облікова ставка (яка відповідає ставці за депозитними сертифікатами овернайт і є найнижчою серед усіх ставок НБУ), і ставка за тримісячними депозитними сертифікатами значно перевищували як прогнозний, так і фактичний рівень інфляції, що не дозволяло Міністерству фінансів знизити вартість державних запозичень.

Для проведення міжнародних порівнянь необхідно перейти від номінальних до реальних величин. Протягом першого року повномасштабної війни реальна облікова ставка (розрахована за формулою Фішера з використанням фактичного рівня інфляції) набувала як від'ємних, так і додатних значень, що було обумовлено прискоренням темпів інфляції та зміною її номінального значення. Проте, з лютого 2023 року реальна ставка почала стрімко зростати, перевищивши у серпні-вересні 2023 року рівень 12%. До квітня 2024 року реальна ставка коливалась навколо позначки 10%, але протягом наступного року, під впливом прискорення темпів інфляції, знизилась до нульового рівня. Зростання реальної ставки віднови-

лося з червня 2025 року і у жовтні вона становила 4,1%. У середньому за період з лютого 2022 року до жовтня 2025 року номінальний рівень облікової ставки становив 17,6%, реальний – 3,9%.

Т. Богдан звертає увагу, що такий рівень ставок центрального банку є рекордним для воюючої країни [15]. Дані в таблиці 2 демонструють, що реальна ключова ставка під час війни в Грузії 2008 року становила 0,7%, а в середньому в країнах Європи, США та Японії під час Другої світової війни – «мінус» 17,2%.

Процентна політика центрального банку має принципово важливе значення з точки зору вартості державних запозичень. С. Теупе детально дослідив позицію Дж. М. Кейнса, який під час Другої світової війни наполягав на доцільності підтримання низьких процентних ставок. Втілення зазначеної позиції в життя дозволило Великій Британії профінансувати воєнні видатки та запобігти багатьом негативним наслідкам, з якими британська економіка зіткнулась внаслідок підтримання високих ставок під час Першої світової війни [16]. Можна зробити висновок, що зазначена позиція домінувала в економічній політиці більшості розвинутих країн того часу.

Під час Другої світової війни номінальний рівень ставок за внутрішніми позиками урядів у національних валютах, як зазначає Т. Богдан, був дуже помірним [17]. Інформація, наведена в таблиці 3, показує, що протя-

Таблиця 2
Середній рівень ключових ставок центральних банків під час війни, % річних

Країна	Воєнний період, роки	Номінальна ключова ставка за воєнний період	Реальна ключова ставка за воєнний період
США	1941–1945	0,8	-4,5
Велика Британія	1939–1945	2,0	-4,1
Німеччина	1939–1945	3,6	1,6
Франція	1940–1945	1,7	-23,2
Японія	1940–1945	3,3	-33,1
Італія	1940–1945	4,4	-72,9
Нідерланди	1940–1945	2,6	-7,2
Австрія	1939–1945	3,6	1,6
Фінляндія	1940–1945	4,0	-12,6
У середньому під час Другої світової війни		2,9	-17,2
Ірак	2003	6,0	-27,6
Грузія	2008	10,7	0,7
Україна	2022-2025	17,6	3,9

Джерело: сформовано на основі [15]

гом 1940-1945 років у США процентні ставки за державними облігаціями терміном 1 рік і більше знаходилися на рівні 2,1-2,2%, у Великій Британії – 2,7-3,0%, у Франції і Бельгії – 3,2-4,5% річних. У Німеччині ставки за державними облігаціями перебували в діапазоні 3,6-4,0%, в Японії – 3,4-3,5% річних.

Як наслідок, реальні процентні ставки за державними облігаціями в більшості воєнних економік під час Другої світової війни були від'ємними, про що переконливо свідчать дані, наведені у таблиці 4. Додатною реальною вартістю запозичень була в окремі періоди лише в Німеччині та США, але й тоді вона не перевищувала 3% і 1,5% відповідно.

Логіку дій монетарної влади під час війни можна простежити на прикладі Федеральної резервної системи США (ФРС). Г. Річардсон з Федерального резервного банку Річмонда акцентує увагу на тому, що основною місією ФРС під час Другої світової війни стало фінансування воєнних видатків. Плани фінансування війни були розроблені спільно казначейством і ФРС, представники яких часто зустрічалися, щоб порадитись, як забезпечити розміщення державних облігацій.

Для того, щоб витрати на війну були прийнятними, казначейство звернулось до ФРС з проханням знизити процентні ставки. У відповідь, резервні банки знизили дисконтну ставку до 1% і встановили пільгову ставку 0,5% для кредитів під заставу короткострокових казначейських облігацій (зазначені ставки діяли з весни 1942 року до початку 1948 року). Крім того, протягом п'яти років (з липня 1942 року до червня 1947 року) резервні банки купували державні облігації з фіксованою ставкою 0,375% річних, тоді як за мирного часу відповідні ставки перебували на рівні 2-4% річних [18]. Водночас варто взяти до уваги той факт, що за допомогою ефективної цінової політики темпи інфляції у США були знижені з понад 9% у 1941-1942 роках до 2-3% у 1943-1945 роках.

В Україні, як зазначалось вище, центральний банк під час війни зайняв діаметрально протилежну позицію, що відповідним чином позначилось на вартості державних запозичень. Середньозважена номінальна дохідність ОВДП, розміщених на аукціонах, зросла з 10,30% у травні 2022 року (перед підвищенням облікової ставки) до 19,47% в березні

Таблиця 3

Номінальна середньорічна дохідність державних позик у національній валюті під час Другої світової війни, % річних

Країна	1940	1941	1942	1943	1944	1945
Бельгія	4,0	4,0	4,0	3,7	3,7	3,7
Велика Британія	3,0	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7
Німеччина	4,0	3,7	3,6	3,6	3,6	н.д.
Франція	4,5	4,3	3,7	3,7	3,2	3,2
США	2,2	2,1	2,1	2,1	2,2	2,2
Японія	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,5

Джерело: сформовано на основі [17]

Таблиця 4

Реальна середньорічна дохідність державних позик у національній валюті під час Другої світової війни, % річних

Країна	1940	1941	1942	1943	1944	1945	середнє 1940-1945
Бельгія	-12,5	-12,5	-12,5	-12,8	-12,8	-12,8	-12,7
Велика Британія	-14,0	-8,3	-4,3	-0,3	-0,3	-0,3	-4,6
Німеччина	-0,1	3,0	1,3	2,1	0,6	0,0	1,1
Франція	-14,9	-11,2	-13,1	-25,0	-19,5	-33,9	-19,6
США	1,5	-3,0	-8,8	-3,8	0,5	0,0	-2,3
Японія	-23,3	-9,8	-18,0	-12,7	-18,7	-46,5	-21,5

Джерело: сформовано на основі [17]

2023 року. У подальшому відбулося поступове зниження дохідності до 14,89% у січні 2025 року, однак під впливом чергового посилення жорсткості монетарної політики зростання відновилось і у жовтні 2025 року середньозважена дохідність становила 16,49% річних.

Протягом першого року повномасштабної війни реальна дохідність гривневих ОВДП на первинному ринку була від'ємною, що загалом відповідало вищевказаній практиці розвинутих країн часів Другої світової війни. Проте з квітня 2023 року реальна дохідність облігацій перейшла в зону додатних значень, досягнувши максимального рівня 13,5% річних у березні 2024 року. Після цього, внаслідок прискорення темпів інфляції, реальна дохідність ОВДП знизилась до 0,2% у травні 2025 року, однак з червня зростання відновилось і у жовтні 2025 року вона становила 5,0% річних.

У підсумку, видатки на сплату відсотків за ОВДП зросли з 102,5 млрд грн у 2021 році до 114,6 млрд грн у 2022 році, 204,5 млрд грн у 2023 році та 216,0 млрд грн у 2024 році. Відносно ВВП витрати на обслуговування ОВДП збільшились з 1,9% у 2021 році до 2,2% у 2022 році та 3,1% у 2023 році. У 2024 році зазначений показник знизився до 2,8%, що може бути тимчасовим явищем з огляду на посилення жорсткості монетарної політики з кінця 2024 року. Розрахунки Т. Богдан свідчать, що якби нові розміщення ОВДП від початку повномасштабної війни здійснювалися за фіксованою ставкою 10% річних, то у 2023-2025 роках витрати на їх обслуговування були б на 170 млрд грн меншими, ніж фактично допущені [17].

Висновки. Проведене дослідження впливу монетарної політики на державні запозичення під час повномасштабної війни дає змогу зробити такі висновки:

1. Жорстка монетарна політика НБУ, орієнтована на забезпечення привабливості гривневих активів, призвела до підвищення ставок за державними запозиченнями та ускладнила для держави процес залучення коштів на внутрішньому ринку. З початку 2023 року розміщення державних облігацій значною мірою здійснюється в «ручному режимі» за рахунок надання банкам дозволу зараховувати визначені серії державних облігацій (так звані бенчмарк-ОВДП) у покриття обов'язкових резервів.

2. Для пом'якшення негативного впливу монетарної політики на сферу державних запозичень необхідно, щоб НБУ відмовився від політики підвищення привабливості гривневих активів, яка відповідає інтересам обмеженого кола осіб, та за прикладом провідних центральних банків часів Другої світової війни вжив усіх необхідних заходів для забезпечення безперебійного фінансування воєнних видатків на прийнятних умовах.

3. Переосмислення персоналом НБУ ролі центрального банку у функціонуванні воєнної економіки відкрило б можливості для трансформації монетарної політики у напрямі задоволення загальнодержавних потреб. На тактичному рівні така трансформація мала б включати зниження облікової ставки, нормалізацію дизайну процентної політики (відмова від так званої системи нижньої межі) та припинення практики розміщення депозитних сертифікатів строком на 90 днів як таких, що створюють конкуренцію державі на внутрішньому ринку запозичень.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ:

1. Філімонова О. Б., Тараненко Я. О. Монетарні наслідки коливання дохідності ОВДП. *Ефективна економіка*. 2021. № 2. URL: <https://doi.org/10.32702/2307-2105-2021.2.104> (дата звернення: 06.11.2025)
2. Хома І. Б., Антошук І. А. ОВДП як інструмент впливу на монетарне та фінансове регулювання в Україні. *Економічний простір*. 2022. № 181. С.64-71. URL: <https://doi.org/10.32782/2224-6282/181-11> (дата звернення: 06.11.2025)
3. Шелудько Н. М., Шишков С. Є. Національний банк України в умовах воєнного стану: ефективність дій на ринках капіталу. *Фінанси України*. 2022. № 5. С.61-85. URL: <https://doi.org/10.33763/finukr2022.05.061> (дата звернення: 06.11.2025)
4. Гаркуша Ю. О. Монетарна політика Національного банку України у період дії воєнного стану. *Науковий вісник Одеського національного економічного університету*. 2024. № 3-4 (316-317). С. 41-47. URL: <https://doi.org/10.32680/2409-9260-2024-3-4-316-317-41-47> (дата звернення: 06.11.2025)
5. Про роботу банківської системи в період запровадження воєнного стану : постанова Правління Національного банку України від 24.02.2022 р. № 18 (перша редакція). URL: <https://surl.li/ubnfm> (дата звернення: 06.11.2025)

6. Національний банк України. Національний банк України відкладає ухвалення рішення щодо облікової ставки. URL: <https://surl.li/qeiqac> (дата звернення: 06.11.2025)
7. Національний банк України. Національний банк здійснив п'ятий викуп військових облігацій на суму 30 млрд грн. URL: <https://surl.li/xwxlcw> (дата звернення: 06.11.2025)
8. Джус М. Що може стимулювати банки до купівлі державних облігацій. Бізнес Цензор. URL: <https://surl.li/xeqhou> (дата звернення: 06.11.2025)
9. Шевченко К. Фінансово-економічна політика за воєнного часу. Дзеркало тижня. URL: <https://surl.li/ixjyor> (дата звернення: 06.11.2025)
10. Національний банк України. Національний банк України підвищив облікову ставку до 25%. URL: <https://surl.cc/nxbgda> (дата звернення: 06.11.2025)
11. Урядовий портал. Завтра Мінфін проведе аукціон з розміщення військових облігацій. URL: <https://surl.lu/njpfht> (дата звернення: 06.11.2025)
12. Урядовий портал. Мінфін: Нашим пріоритетом наразі є забезпечення повного реінвестування внутрішнього боргу, як у гривнях, так і в валюті. URL: <https://surl.li/atehmb> (дата звернення: 06.11.2025)
13. Національний банк України. НБУ імплементує анонсовані заходи для активізації внутрішнього боргового ринку. URL: <https://surl.li/vylmij> (дата звернення: 06.11.2025)
14. Національний банк України. Національний банк з 7 квітня впроваджує анонсовані зміни до операційного дизайну монетарної політики для посилення макрофінансової стійкості. URL: <https://surl.li/aeuxdv> (дата звернення: 06.11.2025)
15. Богдан Т. Фінансова пастка. Що гальмує зростання та відновлення України. *Дзеркало тижня*. URL: <https://surl.li/gqrcpr> (дата звернення: 06.11.2025)
16. Teupe S. Keynes, inflation and the public debt: How to Pay for the War as a policy prescription for financial repression? *Financial History Review*. August 2020. Volume 27, Issue 2. pp. 187-209. URL: <https://doi.org/10.1017/S0968565020000074> (дата звернення: 06.11.2025)
17. Богдан Т. Державні фінанси України під час війни: напрями трансформації та завдання на перспективу. *Growford Institute*. URL: <https://surl.lu/qtsklg> (дата звернення: 06.11.2025)
18. Richardson G. The Federal Reserve's Role During WWII. *Federal Reserve History*. URL: <https://surl.li/nfsdqg> (дата звернення: 06.11.2025)

REFERENCES:

1. Filimonova, O., Taranenko, Y. (2021). Monetarni naslidky kolyvannia dokhidnosti OVDP [Monetary Consequences of Governmental Bonds' Yield Fluctuations]. *Efektivna ekonomika – Efficient Economy*, vol. 2. Available at: <https://doi.org/10.32702/2307-2105-2021.2.104> (accessed November 06, 2025)
2. Khoma I., Antoshchuk I. (2022). OVDP yak instrument vplyvu na monetarne ta fiskalne rehuliuвання v Ukraini [State Internal Bonds as an Instrument of Influence on Monetary and Fiscal Regulation in Ukraine]. *Ekonomichnyi prostir – Economic Space*, vol. 181, pp. 64–71. Available at: <https://doi.org/10.32782/2224-6282/181-11> (accessed November 06, 2025)
3. Sheludko N., Shishkov S. (2022). OVDP yak instrument vplyvu na monetarne ta fiskalne rehuliuвання v Ukraini [The National Bank of Ukraine Under the Conditions of Martial Law: The Efficiency of Actions on the Capital Markets]. *Ekonomichnyi prostir – Finance of Ukraine*, vol. 5, pp. 61-85. Available at: <https://doi.org/10.33763/finukr2022.05.061> (accessed November 06, 2025)
4. Harkusha Yu. (2024). Monetarna polityka Natsionalnoho banku Ukrainy u period dii voiennoho stanu [Monetary Policy of the National Bank of Ukraine During the Period of Martial Law]. *Naukovyi visnyk Odeskoho natsionalnoho ekonomichnoho universytetu – Scientific Bulletin of the Odessa National Economic University*, vol. 3-4 (316-317), pp. 41-47. Available at: <https://doi.org/10.32680/2409-9260-2024-3-4-316-317-41-47> (accessed November 06, 2025)
5. Pro robotu bankivskoi systemy v period zaprovadzhennia voiennoho stanu [On Operation of Banking System Under Martial Law]. Postanova Pravlinnia NBU vid 24.02.2022 r. № 18 [NBU Board Resolution No. 18 dated 24 February 2022]. Available at: <https://surl.li/ubnfmnd> (accessed November 06, 2025)
6. Natsionalnyi bank Ukrainy [National Bank of Ukraine]. NBU vidkladaie ukhvalennia rishennia shchodo oblikovoi stavky [NBU Postpones Key Policy Rate Decision]. Available at: <https://surl.li/qeiqac> (accessed November 06, 2025)
7. Natsionalnyi bank Ukrainy [National Bank of Ukraine]. NBU zdiisnyv piatyi vykup viiskovykh oblihat'sii na sumu 30 mlrd hrn [NBU Makes Fifth Purchase of War Bonds Amounting to UAH 30 billion]. Available at: <https://surl.li/xwxlcw> (accessed November 06, 2025)

8. Dzhus M. (2022, May 13). Shcho mozhe stymuliuvaty banky do kupivli derzhavnykh oblihotsii [What Can Stimulate Banks to Buy Government Bonds]. *Biznes Tsenzor – Business Censor*. Available at: <https://surl.li/xeqhou> (accessed November 06, 2025)
9. Shevchenko K. (2022, May 30). Finansovo-ekonomichna polityka za voiennoho chasu [Financial and economic policy during wartime]. *Dzerkalo tyzhnia – Mirror of the Week*. Available at: <https://surl.li/ixjyor> (accessed November 06, 2025)
10. Natsionalnyi bank Ukrainy [National Bank of Ukraine]. NBU pidvyshchyv oblikovu stavku do 25% [NBU Raises Key Policy Rate to 25%]. Available at: <https://surl.cc/nxbgda> (accessed November 06, 2025)
11. Uriadovi portal [Government Portal]. Zavtra Minfin provede auktsion z rozmishchennia viiskovykh oblihotsii [Tomorrow, Ministry of Finance Will Hold an Auction for the Placement of Military Bonds]. Available at: <https://surl.lu/njpfht> (accessed November 06, 2025)
12. Uriadovi portal [Government Portal]. Minfin: Nashym priorytetom narazi ye zabezpechennia povnoho reinvestuvannia vnutrishnoho borhu, yak u hryvniakh, tak i v valiuti [Ministry of Finance: Our Priority Now Is to Ensure Full Reinvestment of Domestic Debt, Both in Hryvnia and Foreign Currency]. Available at: <https://surl.li/atehmb> (accessed November 06, 2025)
13. Natsionalnyi bank Ukrainy [National Bank of Ukraine]. NBU implementuie anonsovani zakhody dlia aktyvizatsii vnutrishnoho borhovoho rynku [NBU Implements Measures Announced Earlier to Revive Domestic Debt Market]. Available at: <https://surl.li/vylmij> (accessed November 06, 2025)
14. Natsionalnyi bank Ukrainy [National Bank of Ukraine]. NBU z 7 kvitnia vprovadzhuie anonsovani zminy do operatsiinoho dyzainu monetarnoi polityky dlia posylennia makrofinansovoi stiikosti [NBU Implements Announced Changes in Operational Design of Monetary Policy to Reinforce Macrofinancial Stability, Effective 7 April]. Available at: <https://surl.li/auexdv> (accessed November 06, 2025)
15. Bogdan T. (2025, August 15). Finansova pastka. Shcho halmuie zrostannia ta vidnovlennia Ukrainy [Financial Trap: What's Hindering Ukraine's Growth and Recovery]. *Dzerkalo tyzhnia – Mirror of the Week*. Available at: <https://surl.li/gqpcpr> (accessed November 06, 2025)
16. Teupe S. (2020). Keynes, inflation and the public debt: How to Pay for the War as a policy prescription for financial repression? *Financial History Review*, vol. 27, issue 2, pp. 187-209. Available at: <https://doi.org/10.1017/S0968565020000074> (accessed November 06, 2025)
17. Bogdan T. (2025). Derzhavni finansy Ukrainy pid chas viiny: napriamy transformatsii ta zavdannia na perspektyvu [Ukraine's Public Finance During a War: Directions of Transformation and Forward-Looking Challenges]. *Growford Institute*. Available at: <https://surl.lu/qtsklg> (accessed November 06, 2025)
18. Richardson G. (2013, November 22). The Federal Reserve's Role During WWII. *Federal Reserve History*. Available at: <https://surl.li/nfsdqg> (accessed November 06, 2025)