

ЕФЕКТИВНІСТЬ ОБЛІКОВОЇ СТАВКИ НБУ В УМОВАХ ЕКЗИСТЕНЦІЙНИХ ПОТЯСІНЬ

Шелудько С. А., кандидат економічних наук, доцент, провідний фахівець Департаменту оцінки та заставних операцій, ПАТ Акціонерний банк «Південний», м. Одеса, Україна
e-mail: s.szeludko@gmail.com
ORCID: 0000-0003-0636-4940

***Анотація.** Метою статті є емпіричне оцінювання ефективності облікової ставки НБУ в умовах криз неекономічного походження. Для встановлення міцності та напрямку залежності між рівнем облікової ставки та ринковими ставками за депозитними операціями застосовано тест на причинність за Грейнджером. Визначено специфіку екзистенційних економічних потрясінь (шоків), що полягає в наявності атмосфери психологічного тиску через близькість непередбачуваної небезпеки та прямої фізичної загрози. Проаналізовано основні маршрути впливу облікової ставки в рамках монетарного трансмісійного механізму, що реалізуються не лише в процентному, кредитному каналах і каналі очікувань, а й передаються через канал валютного курсу, достатку та балансовий канал. Інтерпретовано результати тесту Грейнджера, згідно з якими вплив облікової ставки НБУ на вартість капіталу в умовах екзистенційних шоків становить 1-2 дні за короткостроковою гривневою ставкою. Практична значимість результатів дослідження полягає в їх використанні під час корегування монетарної стратегії НБУ в умовах поточної війни та майбутніх екзистенційних потрясінь.*

***Ключові слова:** депозит, криза, монетарна політика, облікова ставка, процентна ставка, трансмісійний механізм.*

NBU KEY POLICY RATE EFFICIENCY IN TERMS OF EXISTENTIAL SHOCKS

Sheludko Sergii, Ph.D. in Economics, Associate Professor, Leading Specialist of the Department of Valuation and Collateral Operations, Pivdenny Bank PJSC, Odesa, Ukraine
e-mail: s.szeludko@gmail.com
ORCID: 0000-0003-0636-4940

***Abstract.** The study aims to assess velocity of key policy rate impact on the cost of capital in terms of existential shocks (in case of Ukraine during macroeconomic shocks in 2014–2015 and 2020–2022). In the course of the study, it is used both general economic research methods (analysis and synthesis, heuristic extrapolation, ideographic representation etc.) and econometric approaches (Granger causality). The information base consists of official statistics and communiqué of National Bank of Ukraine. It is introduced the concept of an existential shock as a set of specific external factors under which an economic recession is clearly or partially exists, and regulatory decisions are made to eliminate negative consequences. The main sign of such an event is an imaginary or real threat to life, regardless of a magnitude of net economic losses. The first studies of retail market rates response to changes in key rates level appeared only in the last two years because of the end of coronavirus pandemic. Central banks of advanced countries, as a reaction to the existential shock, primarily involved the mechanisms of open-market operations (lending and asset purchases). The situation in developing countries was more complicated: tough administrative instruments, as the reserve ratio, the official exchange rate, the key rate, were used. In the context of the monetary transmission mechanism the key rate has a direct impact on three indicators: credit supply, interbank market rates and interest rate expectations. To determine shock periods for the empirical analysis of the velocity of market rates response to changes in the key rate, it is considered the dynamics of Financial Stress Index for Ukraine. It is selected data for two periods: escalation in the East (15.04.2014 – 04.03.2015) and 1st and 2nd lockdown (13.03.2020 – 09.06.2021). The estimated velocity of the impact of the key policy rate on the cost of capital in Ukraine in terms of existential shocks is 1-2 days for short-term transactions. The practical significance of the results is in its use for the adjustment of NBU monetary strategy in the conditions of the current war and future existential shocks.*

***Keywords:** crisis, deposit, interest rate, key policy rate, monetary policy, transmission mechanism.*

JEL Classification: E430, E520, G010.

Постановка проблеми. Перші десятиліття XXI століття поряд із досягненнями глобалізації принесли також вразливість до глобальних потрясінь. Досвід останніх років показує, що кризи, які не мають економічного характеру, можуть спричинити найтяжчі наслідки. Економічне зростання будь-якої країни базується, серед іншого, на банківському кредитуванні. Кредитна активність залежить, переважно, від центрального банку, який регулює середній рівень відсоткових ставок на міжбанківському ринку через зміну ключової ставки: чим вона нижча – тим дешевші позички і тим швидше розвиватиметься економіка. Визначальною при цьому є швидкість реакції ринкових ставок на рішення монетарного

органу щодо рівня ключової ставки. Ступінь еластичності вартості капіталу особливо актуальний у кризові часи, зокрема – в умовах стихійного лиха, епідемії чи війни, коли від керованості ситуації в грошовій сфері залежить не тільки економічний добробут, але й збереження життя.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Багато відомих економістів, як українських, так і зарубіжних, присвятили свої праці пошуку якісного та кількісного зв'язку між рішеннями щодо рівня ставок за операціями центрального банку на відкритому ринку та змінами цін на кредитні ресурси. Доцільно враховувати праці О. Дзюблюка, Ф. Журавки, В. Коваленко, С. Козьменка, В. Міщенко, С. Міщенко, С. Науменкової, М. Пасічного та інших вітчизняних науковців. Пул відповідних досліджень включає як фундаментальні теоретичні концепції [1–3], так і прикладні публікації [4–6]. Особливу увагу слід звернути на роботи, спрямовані на розгляд особливостей реакції кредитного ринку на зміни монетарних умов як у міждержавному вимірі [7], так у національному масштабі [8–9].

Відокремлення невирішених раніше частин загальної проблеми. Більшість відповідних досліджень, втім, спрямовані на вивчення зв'язку між рівнем ключової ставки та ситуацією на кредитному ринку за умов, близьких до нормальних, або, принаймні, в періоди криз економічного характеру. Потрясіння, викликані природними або політичними причинами, з іншого боку, є погано вивченими зовнішніми обставинами, в яких центральним банкам і монетарним радам доводиться ухвалювати регуляторні рішення.

Мета дослідження. Відтак, наше дослідження має на меті оцінити швидкість впливу облікової ставки на вартість капіталу в умовах екзистенційних шоків (на прикладі України в часи криз неекономічної генези в 2014–2015 та 2020–2022 рр.).

Методологічну базу дослідження формують як загальноекономічні методи (аналіз і синтез, евристична екстраполяція, ідеографічне представлення тощо), так і спеціальні економетричні підходи (тест на причинність за Грейнджером). Інформаційну базу складають офіційні статистичні дані Національного банку України.

Основний матеріал. У контексті цього дослідження свідомо вводиться поняття екзистенційного шоку як сукупності специфічних зовнішніх чинників, що провокують явну або часткову економічну рецесію, та з урахуванням яких ухвалюються регуляторні рішення для усунення негативних наслідків. Основною ознакою таких подій є уявна або реальна загроза життю, незалежно від величини чистих економічних збитків. Джерелом і головним генератором кризи тут є не протиріччя в економічних відносинах, а небезпека фізичних втрат, насамперед людських. Яскравим прикладом екзистенційного шоку в глобалізованому світі є військові конфлікти. Щільність і переплетення виробничих, матеріально-технічних і управлінських зв'язків сприяє поширенню негативного впливу не тільки на економіку країни, що воюють, а й у широкому регіональному чи, навіть, глобальному масштабі.

Однак не тільки війни можуть спричинити нищівний розрив економічних зв'язків. Зупинка міжнародної торгівлі, знищення звичних логістичних шляхів, де-фрагментація споживацьких сегментів – усе це наслідки не тривалих військових дій, а епідеміологічної загрози. Пандемія COVID-19 стала такою ж руйнівною для світової економіки, як і світова фінансова криза 2008 року. Однак, на відміну від останньої, неможливо було заздалегідь оцінити втрати від так званої «коронакризи», оскільки динаміка рецесії в цьому випадку підпорядковувався законам біології, а не економіки. Це пояснює специфіку зовнішніх умов, у яких органи грошово-кредитного регулювання змушені ухвалювати рішення щодо зміни рівня ключової ставки під час екзистенційної кризи. Окрім щоденної зміни кон'юнктури ринку та неякісних прогнозів через хаотичну перебудову економічних зв'язків, екзистенційні потрясіння обов'язково пов'язані з атмосферою психологічного тиску через близькість непередбачуваної небезпеки, а також прямої фізичної загрози (у випадку воєн – вкрай руйнівної для інфраструктури публічного управління економічною сферою держави).

Питання ефективності ключової ставки як основного інструменту грошово-кредитної політики не є «екзотичною» темою для наукових досліджень. Проте більшість публікацій присвячено розгляду заходів з регулювання процентних ставок в узагальнених часових проміжках, без поділу кризових періодів за першопричинами виникнення.

Початковий інтерес до вивчення логіки дій та оцінки ефективності центральних банків у нестандартних, неочікуваних і важкопрогнозованих умовах виник у період після світової фінансової кризи 2008 р. Економісти намагалися не лише пояснити її причини та траєкторію її розвитку, а й описати стратегію протидії монетарної влади. На прикладі Європейського центрального банку, Федеральної резервної системи США та Банку Англії було встановлено, що кількісне пом'якшення (основний захід для мінімізації негативних наслідків кризи

2008 р. та реанімації кредитних ринків) було реалізовано переважно завдяки виправданому впливу ключових ставок – через зменшення процентних спредів на роздрібних ринках [10].

Перші дослідження реакції роздрібних ставок на зміну рівня ключової ставки з’явилися лише в останні два роки через закінчення пандемії коронавірусу. Аналіз глобального набору даних щодо рішень центральних банків 39 країн довів відмінності в стратегічних підходах до монетарної політики в розвинутих економіках і країнах з економікою, що розвивається [11]. Отже, центральні банки розвинутих країн в якості реакції на екзистенційний шок, передусім, задіяли механізми операцій на відкритому ринку: кредитування та купівлю активів – що, по суті, було лише масштабуванням заходів, вжитих у докризовий період. Ситуація в країнах, що розвиваються, була складнішою: використовувалися жорсткі адміністративні інструменти, такі як норма обов’язкових резервів, фіксований валютний курс, облікова ставка. Таку різницю можна пояснити системними диспропорціями в поведінковому сприйнятті дій монетарної влади, що в періоди невизначеності, зазвичай, сприймаються з недовірою і тому часто мають ефект, протилежний очікуваному. Дослідники також вказують на коротку або повну відсутність історії використання похідних ринкових операцій центральними банками країн, що розвиваються, як причину консервативності заходів у відповідь на рецесію.

Спеціальне дослідження дій Національного банку України на початковому етапі пандемії підтвердило основні висновки попередньої публікації. Основним інструментом монетарної політики (як і очікувалося в режимі таргетування інфляції) була облікова ставка. Її зниження відбувалося у два етапи (з 10% до 8% у квітні та до 6% у червні 2020 р.) та відповідало скоординованим заходам урядів країн «Великої сімки». Крім того, запровадження додаткових інструментів підтримки ліквідності банків поєднувалося з адміністративними обмеженнями окремих операцій (насамперед, заборонаю будь-яких перешкод до зняття вкладів) [12].

Щоб визначити специфіку впливу облікової ставки, розглянемо детальніше основні маршрути механізму монетарної трансмісії (рис. 1).

Як показано на рис. 1, облікова ставка безпосередньо впливає на три показники: пропозицію кредиту, міжбанківські ринкові ставки та очікування процентних ставок. Оскільки вартість доступу банків до інструментів підтримки ліквідності визначається ставками, похідними від облікової, зміна рівня останньої призводить до скорочення або розширення пропозиції кредитних ресурсів (кредитного каналу впливу на сукупний попит). Вплив облікової ставки на ситуацію на міжбанківському ринку поширюється на рівень ставок за операціями з клієнтами та на валютний ринок. У першому випадку активізується процентний канал, який є найкоротшим шляхом впливу облікової ставки на сукупний попит. Через канал валютного курсу імпульс передається як через формування попиту, так і безпосередньо на споживчі ціни.

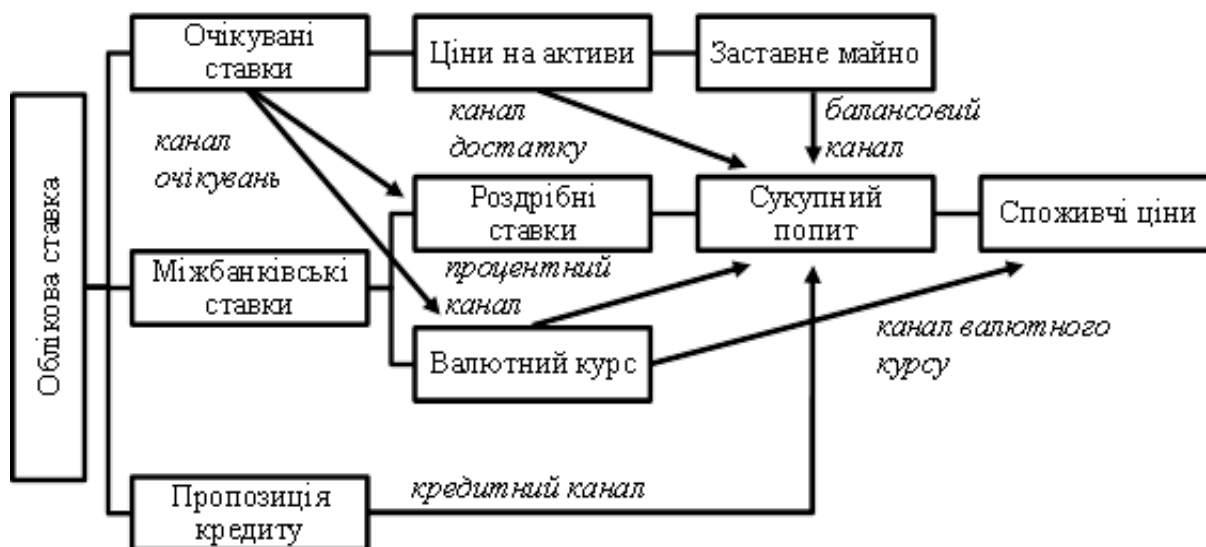


Рис. 1. Маршрути впливу облікової ставки в монетарному трансмісійному механізмі

Джерело: складено з урахуванням [1–3; 6]

Як власне рішення щодо облікової ставки, так і дискусії, що передують цьому рішенню, впливають на очікувані процентні ставки. Через канал очікувань монетарний імпульс передається безпосередньо на ціни активів і підтримує вплив на роздрібні ринкові ставки та обмінний курс. У свою чергу, зміни на ринках основних не-фінансових активів (біржові товари, нерухомість, транспортні засоби) впливають на сукупний попит як безпосередньо (канал достатку), так і через зміни справедливої вартості майна не-фінансових корпорацій і відповідної застави (балансовий канал).

Для визначення шоків періодів для емпіричного аналізу швидкості реакції ринкових ставок на зміни облікової ставки розглянемо динаміку національного індексу фінансового стресу (рис. 2).

Індекс, динаміка якого зображена на рис. 2, є досить чутливим індикатором, що реагує на найменші зміни в настроях у основних сферах відповідальності центрального банку: банківському секторі, домашніх господарствах, ринках корпоративних і державних цінних паперів, а також валютному ринку. У стані звичної стабільності індекс коливається в межах свого модального значення (0,04), а сильні потрясіння (насамперед екзистенційні) відзначаються підвищенням рівня індексу до 1,0.

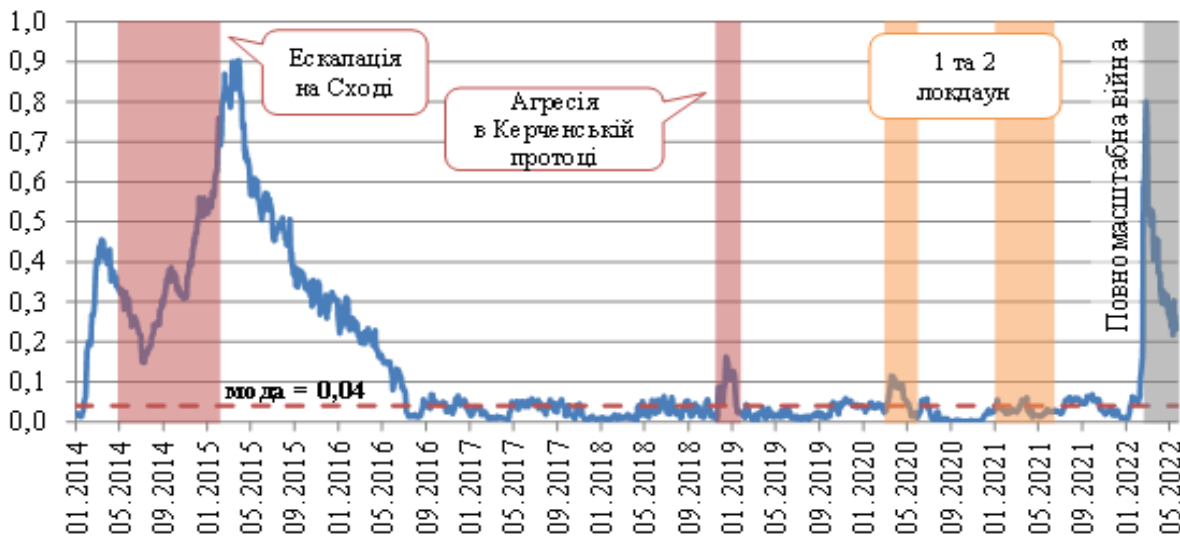


Рис. 2. Індекс фінансового стресу для України в 2014 – I пол. 2022 рр.

Джерело: складено на підставі [13]

Найбільший відбиток у аналізованому періоді залишило загострення бойових дій на сході України в середині 2014 – початку 2015 рр. Перші успіхи АТО дозволили дещо стабілізувати грошово-кредитні відносини (до серпня 2014 р. індекс впав майже вчетверо від початкового пікового значення). Однак новий виток бойових дій посилив нестабільність, і до початку 2015 р. значення індексу вдвічі перевищило максимум попереднього року. Ще одним шоком, пов'язаним із воєнними ризиками, стала агресія проти українських кораблів під час проходження Керченською протокою. Оголошення воєнного стану в південних і східних областях держави в грудні 2018 р. вплинуло на невеликий стрибок Індексу, що перевищив норму на 1,5 пункти. Зі зникненням прямої загрози ситуація в банківському секторі та на фінансових ринках швидко нормалізувалася. Наступний тривожний період був пов'язаний із двома етапами жорстких карантинних обмежень через пандемію COVID-19. Раптова зупинка більшості звичних економічних ланцюгів українською негативно вплинула на подальше зростання на багато років вперед. Некритичні, здавалося б, піки індексу в 2020 і 2021 рр. пояснюються не слабкою реакцією ринків, а їх частковим паралічем, а тому адекватної зміни статистичних показників не відбулося. Нинішня нестабільність через повномасштабну війну суттєво вплинула на індекс, хоча його максимум на початку бойових дій не перевищував такого ж значення у 2015 році. Це може свідчити як про загальну готовність економіки до шоків подій, так і про кращу контрольованість Національним банком України ситуації на кредитному, валютному ринках і ринках цінних паперів. Останню гіпотезу можна перевірити емпірично.

Аби визначити швидкість впливу облікової ставки на вартість капіталу (представлену

ставками за депозитами на роздрібному ринку) з точки зору екзистенційних шоків, було вибрано дані за два періоди: ескалація на Сході та два жорсткі «локдауни». Дані представлено за рівнями ставок у розрізі валют і строків вкладів за кожен банківський день. Показники впливу оцінювалися за допомогою тесту на причинність за Грейнджером із лагами 1, 2, 3, 5, 10, 20, 40 і 60 днів.

Змінним було присвоєно такі умовні позначення (табл. 1):

- KEY_RATE: облікова ставка НБУ;
- UAH_SHORT: середньозважена ставка за короткостроковими депозитами в гривні;
- UAH_LONG: середньозважена ставка за довгостроковими депозитами в гривні;
- FOR_SHORT: середньозважена ставка за короткостроковими депозитами в іноземних валютах;
- FOR_LONG: середньозважена ставка за довгостроковими депозитами в іноземних валютах.

Таблиця 1

Оцінка причинно-наслідкового зв'язку за тестом Грейнджера для облікової ставки та середньозважених ринкових ставок за депозитами

Нульова гіпотеза	Імовірність протягом: 15.04.2014-04.03.2015							
	1	2	3	5	10	20	40	60
UAH_SHORT не впливає на KEY_RATE	0,1	0,2	0,3	0,3	0,2	0,0	0,0	0,1
KEY_RATE не впливає на UAH_SHORT	0,0	0,0	0,3	0,6	1,0	1,0	0,1	0,7
UAH_LONG не впливає на KEY_RATE	0,7	0,8	0,8	0,8	1,0	0,2	0,8	1,0
KEY_RATE не впливає на UAH_LONG	0,1	0,2	0,3	0,6	0,5	0,8	0,0	0,0
FOR_SHORT не впливає на KEY_RATE	0,0	0,0	0,0	0,1	0,3	0,5	0,6	0,8
KEY_RATE не впливає на FOR_SHORT	0,3	0,4	0,5	0,8	0,4	0,2	0,5	0,8
FOR_LONG не впливає на KEY_RATE	0,5	0,7	0,9	1,0	1,0	0,4	0,3	0,3
KEY_RATE не впливає на FOR_LONG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	0,7	0,0	0,1
Нульова гіпотеза	Імовірність протягом: 13.03.2020-09.06.2021							
UAH_SHORT не впливає на KEY_RATE	0,7	0,7	0,2	0,4	0,5	0,0	0,0	0,0
KEY_RATE не впливає на UAH_SHORT	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
UAH_LONG не впливає на KEY_RATE	0,3	0,3	0,5	0,3	0,2	0,2	0,3	0,0
KEY_RATE не впливає на UAH_LONG	0,0	0,1	0,1	0,6	0,8	1,0	1,0	1,0
FOR_SHORT не впливає на KEY_RATE	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,1	0,8	0,4
KEY_RATE не впливає на FOR_SHORT	0,0	0,0	0,1	0,5	0,4	0,4	0,2	0,5
FOR_LONG не впливає на KEY_RATE	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	0,1
KEY_RATE не впливає на FOR_LONG	0,0	0,0	0,0	0,2	0,4	0,2	0,8	0,4

Джерело: власні обчислення на підставі [14]

Аналіз змісту табл. 1 показує, що протягом першого періоду через загальну політичну нестабільність та незбалансовану систему грошово-кредитного управління (таргетування валютного курсу було скасовано в лютому 2014 р., інфляційне таргетування розпочало повноцінне функціонування лише з 2017 р.) облікова ставка незадовільно відіграло роль ефективного монетарного інструменту. Впливу на короткострокові ставки за депозитками (як у гривнях, так і в інших валютах) не було відзначено взагалі. В окремих випадках спостерігалася навіть зворотна залежність: рівень облікової ставки фактично був «скоригований» під ринкові тенденції. При цьому ставки за довгостроковими депозитами реагували доволі оперативно: за операціями в гривні – вже на 2-3-й день, в іноземній валюті – за тиждень.

Через 5 років, у розпал пандемії коронавірусу в Україні, ситуація кардинально змінилася. Цього разу ставки за короткостроковими депозитами в гривні чітко відреагували на рішення

щодо облікової ставки (протягом 1-2 днів після публікації рішення). У цей самий час, довгострокові ставки залишалися поза межами оперативного втручання центрального банку, а їх історичний рівень, вочевидь, використовувався для обґрунтування облікової ставки через ретроспективні очікування. Водночас, тогочасний розвиток методів інфляційного таргетування дозволив досягти реакції навіть від ставок за короткостроковими депозитами в іноземній валюті: залежність була помічена через 40 банківських днів (2 місяці) після монетарного рішення. Довгострокові ставки в іноземній валюті, однак, суттєвої реакції не виявили.

Висновки. Здійснений аналіз засвідчив помітний прогрес в контролюванні Національним банком України кон'юнктури на роздрібному депозитному ринку. Очікувана швидкість впливу облікової ставки на вартість капіталу в Україні в умовах екзистенційних шоків становить 1-2 дні за ставками для короткострокових операцій. Враховуючи почастішання кризових подій, зокрема неекономічного походження, необхідно продовжувати вдосконалення монетарного трансмісійного механізму Національного банку України з метою досягнення якісного оперативного контролю за ринковою ситуацією навіть у стресових умовах. Подальші дослідження цієї проблеми будуть можливими після завершення війни та публікації детальної статистики з 24 лютого 2022 р. Оцінку керованості грошово-кредитного сектору економіки доцільно провести на матеріалах періоду активних бойових дій з метою обґрунтування напряму подальшого калібрування монетарних інструментів НБУ.

Список літератури

1. Коваленко В.В. Кредитний канал трансмісійного монетарного механізму та його місце в економічному зростанні. *Фінансовий простір*. 2020. № 3(39). С. 104-115.
2. Mishchenko, V., Naumenkova, S., Mishchenko, S. (2021). Assessing the efficiency of the monetary transmission mechanism channels in Ukraine. *Banks and Bank Systems*. No. 16(3). P. 48-62.
3. Правила монетарної політики: теоретичні засади та напрями застосування в Україні: монографія. Заг. ред. С.М. Козьменко, Т.Г. Савченко. Суми: ДВНЗ «УАБС НБУ», 2015. 205 с.
4. Дадашова П.А. Моделювання взаємозалежності між показниками монетарної та фіскальної політики. *Економічний аналіз*. 2014. Т. 18. № 1. С. 147-155.
5. Ільчук П.Г., Коць О.О., Зборівець Ю.Б. Вплив монетарної політики НБУ на динаміку кредитних і депозитних ставок. *Ефективна економіка*. № 9. URL: http://www.economy.nayka.com.ua/pdf/9_2019/8.pdf.
6. Zholud, O., Lepushynskiy, V., Nikolaychuk, S. (2019). The Effectiveness of the Monetary Transmission Mechanism in Ukraine since the Transition to Inflation Targeting. *Visnyk of the National Bank of Ukraine*. No. 247. P. 19-37.
7. Borio, C., Fritz, W. (1995). The response of short-term bank lending rates to policy rates: a cross-country perspective. *BIS Working Papers*. No. 27. URL: <https://www.bis.org/publ/work27.htm>.
8. Bogoeva, J., Petrevski, G. (2012). Interest Rate Pass-Through in a Small Open Economy with a Fixed Exchange Rate – The Case of Macedonia. *Procedia – Social and Behavioral Sciences*. No. 44. P. 125-133.
9. Furtula, S., Kostić, M. (2017). Key Policy Rate as the Main or Additional Instrument of Inflation Targeting Strategy in Serbia. *Economic Themes*. No. 55(2). P. 143-159.
10. Lenza, M., Pill, H., Reichlin, L. (2010). Monetary Policy in Exceptional Times. *Working Paper Series*. No. 1253. 40 pp.
11. Cantú, C., Cavallino, P., De Fiore, F., Yetman, J. (2021). A Global Database on Central Banks' Monetary Responses to Covid-19. *BIS Working Papers*. No. 934. 26 pp.
12. Пасічник І.В., Назаренко Р.Д. Діяльність центрального банку в умовах пандемії. *Бізнес Інформ*. 2020. №6. С. 245-251.
13. Звіт про фінансову стабільність. Червень 2022. Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/zvit-pro-finansovu-stabilnist-cherven-2022-roku>.
14. Статистика фінансового сектору. Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial>.

References

1. Kovalenko, V.V. (2020). Credit Channel of the Transmission Monetary Mechanism and its Place in Economic Growth. *Financial Space*, No. 3(39), 104-115 [in Ukrainian].
2. Mishchenko, V., Naumenkova, S., Mishchenko, S. (2021). Assessing the efficiency of the monetary transmission mechanism channels in Ukraine. *Banks and Bank Systems*, 16(3), 48-62.
3. Rules of monetary policy: theoretical principles and directions of application in Ukraine: monograph (2015). Kozmenko S.M., Savchenko T.G., Eds. Sumy: SHEI "UABS NBU". [in Ukrainian].
4. Dadashova, P.A. (2014). Modeling of Interdependence between Monetary and Fiscal Policy Indicators. *Economic Analysis*, 18, 1, 147-155 [in Ukrainian].
5. Ilchuk, P.G., Kots, O.O., Zborivets, Yu.B. (2019). Impact of NBU Monetary Policy on Credit and Deposit Rates Dynamics. *Effective Economy*, 9. Retrieved from http://www.economy.nayka.com.ua/pdf/9_2019/8.pdf [in Ukrainian].
6. Zholud, O., Lepushynskiy, V., Nikolaychuk, S. (2019). The Effectiveness of the Monetary Transmission Mechanism in Ukraine since the Transition to Inflation Targeting. *Visnyk of the National Bank of Ukraine*, 247, 19-37.
7. Borio, C., Fritz, W. (1995). The response of short-term bank lending rates to policy rates: a cross-country perspective. *BIS Working Papers*, 27. Retrieved from <https://www.bis.org/publ/work27.htm>.
8. Bogoeva, J., Petrevski, G. (2012). Interest Rate Pass-Through in a Small Open Economy with a Fixed Exchange Rate – The Case of Macedonia. *Procedia – Social and Behavioral Sciences*, 44, 125-133.
9. Furtula, S., Kostić, M. (2017). Key Policy Rate as the Main or Additional Instrument of Inflation Targeting Strategy in Serbia. *Economic Themes*, 55(2), 143-159.
10. Lenza, M., Pill, H., Reichlin, L. (2010). Monetary Policy in Exceptional Times. *Working Paper Series*, 1253. 40 pp.
11. Cantú, C., Cavallino, P., De Fiore, F., Yetman, J. (2021). A Global Database on Central Banks' Monetary Responses to Covid-19. *BIS Working Papers*, 934, 26 pp.
12. Pasichnik, I.V., Nazarenko, R.D. (2020). The Activities of the Central Bank in a Pandemic. *Business Inform*, 6, 245-251 [in Ukrainian].
13. Financial Stability Report. June 2022. National Bank of Ukraine. Retrieved from <https://bank.gov.ua/en/stability/report>.
14. Financial Sector Statistics. National Bank of Ukraine. Retrieved from <https://bank.gov.ua/en/statistic/sector-financial>.

Стаття надійшла до редакції 25.06.2022

Прийнята до публікації 30.06.2022