

УДК 36.7:338.2

DOI: <https://doi.org/10.32782/2415-8801/2023-4.7>

Кретов Д.Ю.

кандидат економічних наук, доцент,
доцент кафедри банківської справи,

Одеський національний економічний університет

ОСОБЛИВОСТІ ЗАСТОСУВАННЯ ІНСТРУМЕНТІВ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ УКРАЇНИ В УМОВАХ ВОЄННОГО СТАНУ

В статті визначено, що воєнний час вимагає від держави як захист своїх громадян та території, так і ефективне ведення макроекономічної політики, у тому числі монетарної політики. В умовах воєнного стану застосування монетарних інструментів має свої особливості, від них потребується гнучкість та швидка адаптація до економічних умов, які постійно змінюються. Ефективне застосування інструментів монетарної політики виступає запорукою фінансової стабільності країни. Розглянуто актуальну проблематику сьогодення – особливості регулювання Національним банком України фінансової системи шляхом коригування монетарних інструментів в умовах широкомасштабної збройної агресії та запровадження воєнного стану в Україні. Визначено, що НБУ прийняв низку нормативних документів, які створили умови для забезпечення надійного та стабільного функціонування фінансової системи країни, тому що вкрай гостро постала проблема збереження золотовалютних резервів та стабільності курсу національної валюти. Розглянуто підходи НБУ до обрання інструментів грошово-кредитної політики за період воєнного стану та їх модифікації; наголошується, що валютні інтервенції є важливим інструментом стабілізації курсу національної валюти, а міжнародні резерви України досягли певного рівня завдяки надходженням від міжнародних партнерів. Зроблено висновки про погіршення показників монетарної політики та необхідність стабілізації умов для подальшого розвитку економіки під час повномасштабної війни в Україні та обґрунтовано здійснення НБУ регуляторних заходів таким чином, щоб забезпечити надійне та стабільне функціонування фінансової системи держави.

Ключові слова: воєнний стан, монетарна політика, інструменти грошово-кредитної політики, НБУ, регулювання, валютний курс, міжнародні резерви.

FEATURES OF THE APPLICATION OF MONETARY POLICY INSTRUMENTS OF UKRAINE UNDER THE CONDITIONS OF THE MARITAL STATE

Kretov Dmytro

Odesa National University of Economics

Since 2014, Ukraine has been involved in military conflicts on its territory. The country has been at war with the Russian Federation for the past two years. Wartime demands from the state both the protection of its citizens and the territory, as well as the effective conduct of macroeconomic policy, including monetary policy. In the conditions of martial law, the use of monetary instruments has its own characteristics, they require flexibility and quick adaptation to the constantly changing economic conditions. Effective use of monetary policy instruments is a guarantee of the country's financial stability. The article is devoted to the topical issues of today – the peculiarities of the regulation of the financial system by the National Bank of Ukraine by adjusting monetary instruments in the conditions of large-scale armed aggression and the introduction of martial law in Ukraine. With the introduction of martial law in Ukraine, the National Bank of Ukraine adopted a number of regulatory documents that created conditions for ensuring the reliable and stable functioning of the country's financial system, because the problem of preserving gold and foreign exchange reserves and the stability of the national currency exchange rate became extremely acute. The article examines the approaches of the NBU to the selection of monetary policy instruments during the period of martial law and their modifications; it is emphasized that currency interventions are an important tool for stabilizing the exchange rate of the national currency, and Ukraine's international reserves have reached a certain level thanks to receipts from international partners; analysis of the main indicators of monetary policy for 2018–2022 was carried out. The conducted research made it possible to draw a conclusion about the deterioration of monetary policy indicators and the need to stabilize the conditions for the further development of the economy during the full-scale war in Ukraine. It is justified that the NBU carries out regulatory measures in such a way as to ensure reliable and stable functioning of the state's financial system.

Keywords: martial law, monetary policy, instruments of monetary policy, NBU, regulation, exchange rate, international reserves.

Постановка проблеми. Військові конфлікти та військова діяльність можуть суттєво вплинути на функціонування фінансової системи країни і привести до надзвичайних ситуацій та нестабільності. В таких умовах в державі суттєво підвищується значення регуляторної діяльності державних органів управління, у тому числі і Національного банку України через застосування інструментів грошово-кредитної політики, тому що правильне управління монетарною політикою може вплинути на здатність країни витримувати виклики війни та забезпечити стабільність економічних процесів.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Проблеми та особливості монетарної політики й інших функцій центрального банку під час війни досліджувала значна кількість вітчизняних науковців, стаття спирається на роботи Г.С. Гудкової [1], Н.О. Дорошенко, А.О. Бакланової [2], П.О. Нікіфорова, Н.М. Краус, К.М. Краус [5], О. Петрик [6]. Загальною рисою переважної більшості робіт, в яких аналізується діяльність Національного банку України є те, що в умовах активних воєнних дій, втрати частини територій, руйнування багатьох бізнесів і галузей економіки, монетарна політика та інші функції Національного банку України потребують швидкого реагування на зміни ситуації в економіці, запровадження нових нестандартних інструментів і заходів задля забезпечення фінансової стійкості.

Постановка завдання. Метою статті є оцінка інструментів монетарної політики, які можуть бути застосовані в Україні під час воєнних дій для забезпечення стабільності фінансової системи та підтримки економіки в період бойових дій.

Виклад основного матеріалу дослідження. Сучасний поточний стан української економіки можна охарактеризувати як оборонну економіку, яка працює в умовах значних військових витрат і триваючої війни. У результаті прискорилося інфляція, зріс державний борг та з'явилися інші виклики. Щоб вирішити ці виклики, монетарна політика повинна протистояти впливу воєнних потрясінь і запобігати значному економічному спаду. Водночас грошово-кредитна політика має бути зосереджена на підтримці монетарної стабільності, що передбачає протидію інфляції та стабілізацію валютного курсу. За рік та 9 місяців воєнного стану в Україні, монетарна політика НБУ пройшла декілька етапів.

Варто наголосити, що бойові дії та їх наслідки для економіки країни та її інфраструктури знижують дієвість ринкових інструментів регулювання. Висока невизначеність поточної ситуації унеможливує здійснення монетарної політики в форматі інфляційного таргетування з плаваючим валютним курсом, а також інших «традиційних» інструментів регулювання та нагляду. Зазначене потребує зміни

підходів до обрання інструментів грошово-кредитної політики та їх модифікації [1, с. 318].

На рис. 1 представлені монетарні антикризові заходи з початку війни, переважно згорнуті вже у 2022 р. у зв'язу з успішною реалізацією стратегії та тактики монетарної політики в умовах воєнного стану.

З вищевказаного, можна зробити висновок, що більша частина обмежень НБУ стосується валютного ринку. І це цілком зрозуміло, тому що в умовах знищення агресором економіки України та її фінансової складової, зменшення обсягів експорту, а, відповідно і валютної виручки, проблема збереження золотовалютних резервів, стабільності курсу національної валюти є вкрай гострою.

Розглянемо особливості деяких інструментів монетарної політики в 2022–2023 роках та їх ефективності.

Облікова ставка НБУ. Монетарна політика Національного банку спрямовувалась у мирні часи на поступове зниження темпів інфляції до рівня середньострокової інфляційної цілі – 5 % з допустимим діапазоном відхилень ± 1 в. п. Головним інструментом для забезпечення низьких та стабільних темпів інфляції є облікова ставка. Визначаючи її розмір, Національний банк впливає на процентні ставки банків, отже на вартість грошей в економіці та інфляцію [2, с. 49].

До початку 2016 року, коли НБУ перейшов на інфляційне таргетування, облікова ставка не відігравала жодної ефективної ролі в операціях НБУ з банками через множинність і нерегулярність змін процентної ставки. З 2016 року ставка почала впливати на економічні очікування суб'єктів ринку та господарську діяльність. Проте пом'якшення монетарної політики (зниження облікової ставки у 2019–2020 роках) не сприяло активізації кредитування реального сектору економіки. Іншими словами, процентна політика була неефективною раніше повномасштабної російської агресії проти України.

З березня 2021 року НБУ підвищив облікову ставку з 6% до 9%. Очікувалося, що економічне зростання різко прискориться в 2 кварталі 2022 року в рамках поступового послаблення пов'язаних з COVID обмежень. Ще до початку повномасштабного війни, 21 січня 2022 року НБУ знову підвищив облікову ставку з 9% до 10%, погіршивши прогноз інфляції та зростання ВВП на 2022 рік. Протягом лютого–травня 2022 року облікова ставка залишалася незмінною на рівні 10%. Проте на початку червня 2022 року НБУ повернувся до посилення монетарної політики, різко підвищивши облікову ставку до 25% (рис. 2).

Цей крок призвів до подорожчання кредитів рефінансування для банків (від 11 до 27%) та дохідність їх вкладень у депозитні сертифікати НБУ (від 9 до 23%); незначне підвищення ставок

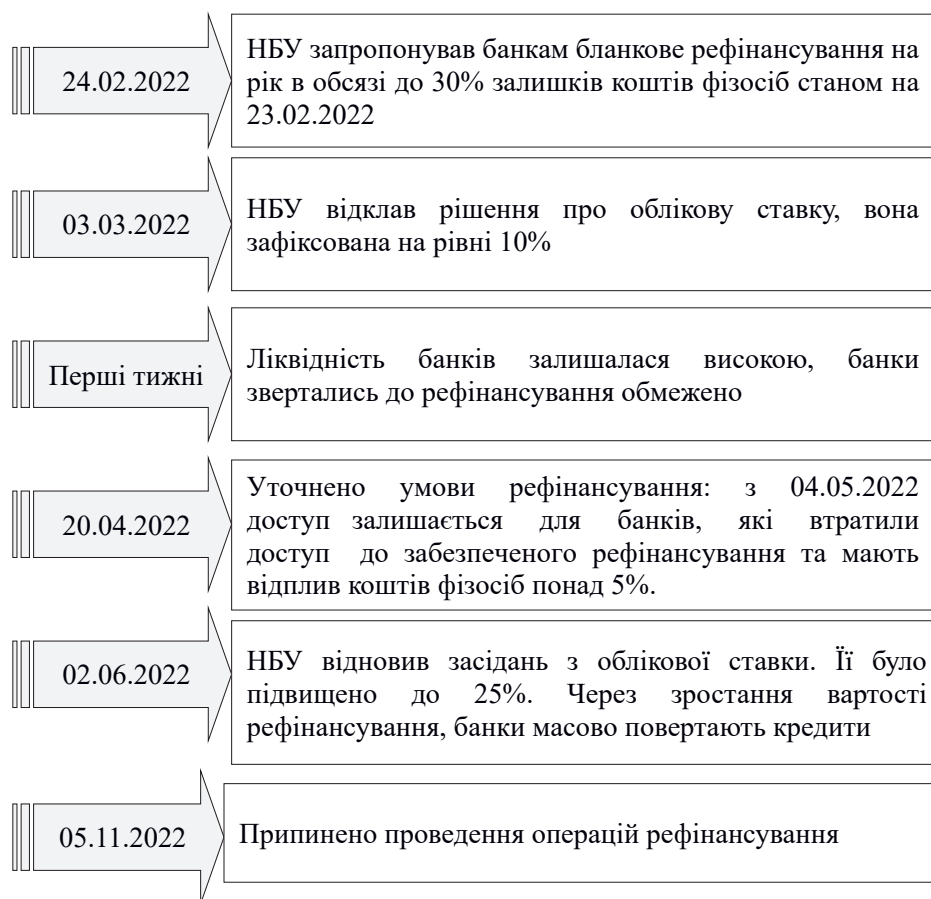


Рис. 1. Монетарні антикризові заходи з початку війни, переважно згорнуті у 2022 р.

Джерело: розроблено автором

за депозитами та ОВДП (облігації внутрішньої державної позики).

З середини 2023 року НБУ поступово знижує облікову ставку: в липні – до 22 %, в вересні – до 20%, в листопаді – до 16%. НБУ

прогнозує подальше зниження облікової ставки в 2024 році. Роль облікової ставки посилюється в міру відновлення економіки та завдяки заходам з поліпшення монетарної трансмісії, що дасть змогу Національному банку повер-

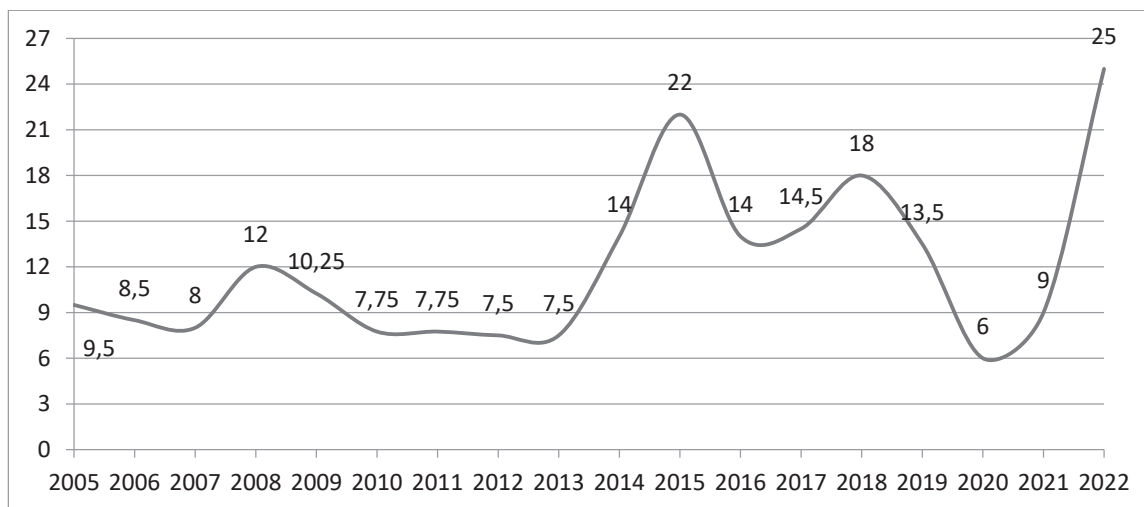


Рис. 2. Динаміка облікової ставки НБУ 2005–2022 роки

Джерело: побудовано автором на основі даних [3]

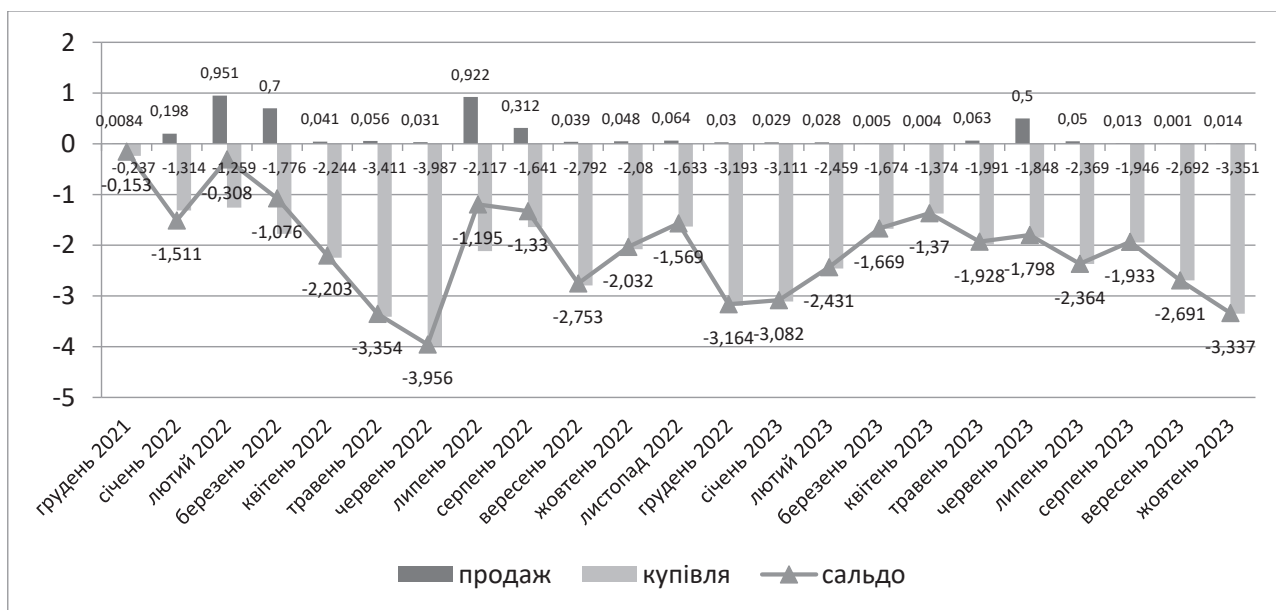


Рис. 3. Валютні інтервенції НБУ

Джерело: [4]

нутися до традиційного формату інфляційного таргетування.

Валютна політика. Основним інструментом підтримання курсової стабільності гривні є проведення Національним банком інтервенцій на валютному ринку (рис. 3). Також необхідним засобом захисту стабільності обмінного курсу та міжнародних резервів під час війни є застосування валютних обмежень Національним банком. Монетарна політика НБУ була ефективною з точки зору своєчасних заходів на початку війни щодо: запровадження фіксованого валютного курсу та його подальшої корекції, що призвело до скорочення валютних інтервенцій для звуження різниці між офіційним, безготівковим і готівковим обмінними курсами; запровадження тимчасових валютних обмежень (зокрема, заборони на здійснення більшості транскордонних валютних платежів, за винятком платежів з отримання готівки в іноземній валюті платіжних карток за кордоном) та їх поступове скасування.

У 24.02.2022 р., із запровадженням воєнного стану НБУ намагається уникнути як неконтрольованої девальвації національної валюти, так і впливу капіталу. Валютні обмеження впроваджувалися з метою захисту фінансової системи України та забезпечення її надійного та стабільного функціонування. З початку воєнної агресії Національний банк України зафіксував обмінний курс гривні на рівні 29,25 грн. за 1 долар США. Пізніше, у липні, обмінний курс був відкоригований та зафіксований на новому рівні 36,6 грн за 1 долар США. Такі заходи дозволили стабілізувати ринковий курс, призупинили вплив депозитів із банківської

системи, зменшили за інших рівних умов (*ceteris paribus*) попит на іноземну валюту.

Варто зазначити, що девальвацію національної валюти можна стримати не тільки через запровадження валютних обмежень, а й через можливість підтримувати належний рівень іноземних валютних резервів. Таким чином, якщо на 01.01.2022 р. міжнародні резерви становили 30,941 млрд дол., то на 01.01.2023 р. вони становили 28,494 млрд дол. (рис. 4). В 2023 році резерви поступово зростали і досягли 40,4 млрд дол., з них 9,5 млрд дол. – кредити МВФ. Такий рівень міжнародних резервів був забезпечений, у першу чергу, завдяки міжнародним надходженням від міжнародних партнерів.

Результати аналізу політики НБУ за півтора роки воєнного стану дозволяють охарактеризувати її як достатньо гнучку та «нерепресивну» для таких суворих часів. Зокрема, Правління Національного банку України 29 червня 2023 року затвердило Стратегію пом'якшення валютних обмежень, переходу до більшої гнучкості обмінного курсу і повернення до інфляційного таргетування.

Прибутковість ОВДП. Хоча істотне підвищення облікової ставки зменшили тиск на курс гривні, цей крок не обмежив інфляцію через відсутність альтернативи грошового фінансування дефіциту бюджету. Ризики воєнного стану не сприяють відновленню інтересу іноземних інвесторів до вітчизняних боргових інструментів (до 24 лютого ОВДП були єдиним ліквідним активом України, доступним для іноземців). Навіть враховуючи, що ОВДП мають нижчу ставку, ніж депозитні сертифікати через їх більш тривалий термін, поточна дохідність ОВДП є відносно низькою.

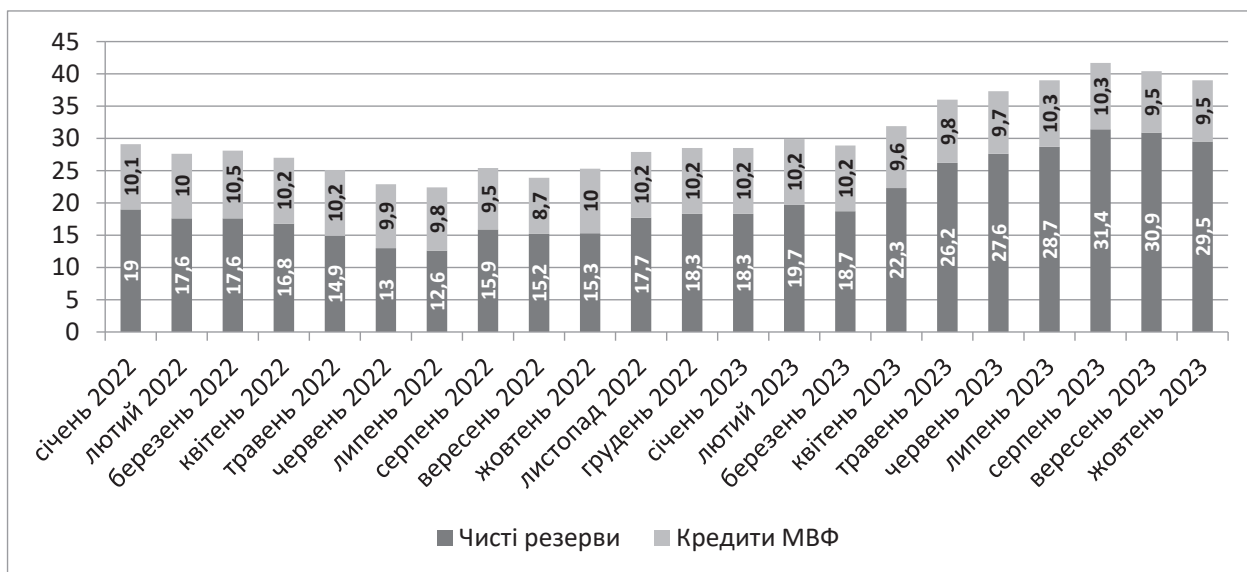


Рис. 4. Динаміка міжнародних резервів у 2022 році, станом на кінець місяця, млрд дол. США

Джерело: побудовано автором на основі даних [3]

Незважаючи на незначне підвищення ставок (3–5 п.п.), Мінфін України підвищив дохідність гривневих ОВДП (максимальна дохідність становить 18,5% річних) і ОВДП у доларах США (максимальна дохідність становить 4,5% річних). Прибутковість військових єврооблігацій не змінилася з початку повномасштабної війни (2,5% річних). У результаті з квітня по серпень, у жовтні і листопаді 2022 року державні виплати за гривневими ОВДП перевищили обсяг отриманих коштів до державного бюджету на аукціонах з продажу ОВДП.

Слід зазначити, що Міністерство фінансів України та НБУ мають різні позиції щодо ставок

ОВДП. Емісія грошей та надходження міжнародної фінансової допомоги залишаються основними джерелами залучення фінансування бюджету з початку повномасштабної війни. НБУ вилучає доемісію гривні з обігу через валютні інтервенції. НБУ закупає гривні за рахунок валюти з міжнародних резервів.

Зміна обсягів ОВДП в обігу за номінальною вартістю представлена на рис. 5.

Щодо 2023 року, то портфель ОВДП у власності банків із початку року зріс на 60 млрд грн. Однак значною мірою це зростання забезпечили заходи НБУ, а саме дозвіл частково покривати обов’язкові

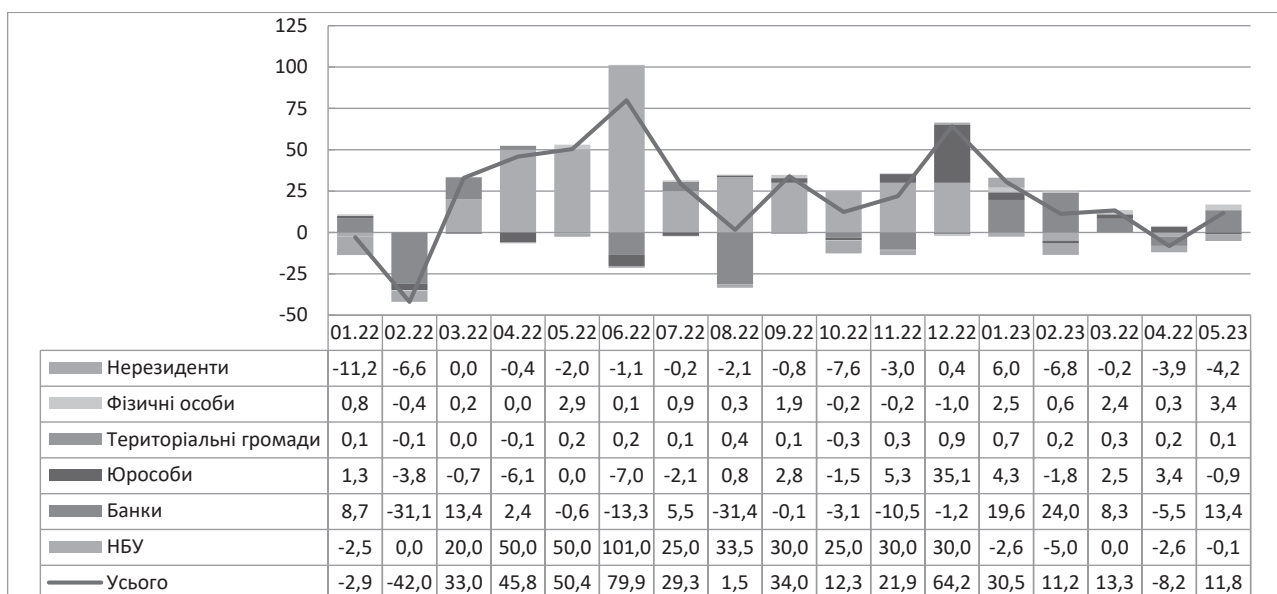


Рис. 5. Зміна обсягів ОВДП в обігу, за номінальною вартістю, млрд грн

Джерело: [4]

резерви банків через бенчмарк-ОВДП. Проте цей ефект нині вже майже вичерпано. Натомість подальшому нарощенню залучень сприятиме значний запас ліквідності банківського сектору. Ще один фактор – сповільнення інфляції, яке призводить до зростання реальної дохідності гривневих боргових інструментів. Надалі залучення уряду мають відбуватися через ринкові розміщення [4].

Висновки з проведеного дослідження. В умовах війни грошово-кредитна політика НБУ є ефективною в частині обмеження девальваційних процесів завдяки вчасному запровадженню фіксованого курсу, посиленню валют-

них обмежень та подальшому їх корегуванню. Втім, підвищення облікової ставки, відповідне зростання процентних ставок за депозитними сертифікатами та рефінансуванням, і незначне підвищення за депозитами та ОВДП не стримало інфляцію через відсутність альтернативи монетарного фінансування дефіциту бюджету. Наявна залежність бюджету від емісійного фінансування потребує оптимізації заходів монетарного розширення. Зокрема має бути посилене цільове спрямування монетарної підтримки для стимулювання інвестицій у реальний сектор та фінансування кредитних програм.

Список використаних джерел:

1. Гудкова Г.С. Особливості регуляторної діяльності національного банку України в умовах воєнного стану. *Юридичний науковий електронний журнал*. 2023. № 6. С. 314–319.
2. Дорошенко Н.О., Бакланова А.О., Банківська система України за період воєнного стану: виклики і здобутки. *Вісник Харківського національного університету імені В.Н. Каразіна. Серія «Економічна»*. 2022. Випуск 103. С. 48–56
3. Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/> (дата звернення: 05.11.2023).
4. Національний банк України. Звіт про фінансову стабільність. Червень 2023. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/FSR_2023-H1.pdf?v=6 (дата звернення: 09.11.2023).
5. Нікіфоров П.О., Краус Н.М., Краус К.М. Регулювання грошового ринку інструментами монетарної політики. *Європейський науковий журнал Економічних та Фінансових інновацій*. 2022. № 2. С. 77–90.
6. Петрик О. Політика Національного банку України під час війни. *Соціально-економічні відносини в цифровому суспільстві*. 2022. Том 4. С. 15–23.

References:

1. Hudkova H. S. (2023) Osoblyvosti rehuliatornoj diialnosti natsionalnoho banku Ukrainy v umovakh voiennoho stanu [Peculiarities of regulatory activity of the National Bank of Ukraine under martial law]. *Yurydychnyi naukovyi elektronnyi zhurnal*, no. 6, pp. 314–319. (in Ukrainian)
2. Doroshenko N. O., Baklanova A. O. (2022) Bankivska systema Ukrainy za period voiennoho stanu: vyklyky i zdobutky. [The banking system of Ukraine during the period of martial law: challenges and achievements]. *Visnyk Kharkivskoho natsionalnoho universytetu imeni V.N. Karazina seriia «Ekonomiczna»*, vol. 103, pp. 48–56. (in Ukrainian)
3. Natsionalnyi bank Ukrainy [National Bank of Ukraine]. Available at: <https://bank.gov.ua/> (accessed November 5, 2023).
4. Natsionalnyi bank Ukrainy. Zvit pro finansovu stabilnist [National Bank of Ukraine. Financial Stability Report]. (June, 2023). Available at: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/FSR_2023-H1.pdf?v=6 (accessed November 9, 2023).
5. Nikiforov P. O., Kraus N. M., Kraus K. M. (2022) Rehuliuвання hroshovoho rynku instrumentamy monetarnoi polityky. [Regulation of the money market by monetary policy instruments]. *Yevropeiskyi naukovyi zhurnal Ekonomichnykh ta Finansovykh innovatsii*, no. 2, pp. 77–90. (in Ukrainian)
6. Petryk O. (2022) Polityka Natsionalnoho banku Ukrainy pid chas viiny. [Policy of the National Bank of Ukraine during the war]. *Sotsialno-ekonomichni vidnosyny v tsyfrovomu suspilstvi*, tom 4, pp. 15–23. (in Ukrainian)

E-mail: dmitriy.kretov@gmail.com