

ФІНАНСИ. БАНКІВСЬКА СПРАВА ТА СТРАХУВАННЯ

DOI: 10.25140/2410-9576-2023-1(26)-165-182

УДК 338.23:336.74]:355.01(477+(470+571)

JEL Classification: G21; E5

Михайло Джус

завідувач відділу грошових ринків Growford Institute

E-mail: m_dzhus@ukr.net. ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-6112-6884>**МОНЕТАРНА ПОЛІТИКА НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ
В УМОВАХ ПОВНОМАСШТАБНОЇ ВІЙНИ**

Анотація. Широкомасштабна війна РФ проти України, завдаючи колосальної шкоди українському суспільству та економіці, призвела до значного зростання державних витрат, передусім на оборону, що потребувало максимальної мобілізації зовнішніх та внутрішніх джерел фінансування дефіциту бюджету. Національна валюта зазнала потужного інфляційного та девальваційного тиску, що вимагало невідкладної реакції з боку Національного банку України (далі – НБУ). Загальним тлом для вищезазначених драматичних подій стало «постковідне» прискорення темпів інфляції у світі та спровоковане ним підвищення ставок провідними центральними банками.

У статті проаналізовано ключові рішення НБУ у сфері монетарної політики під час війни з точки зору їх відповідності викликам воєнного часу та в контексті основних тенденцій монетарного регулювання у світі. Зроблено висновок, що НБУ вдалося забезпечити макрофінансову стабільність, але його монетарна політика не повною мірою враховувала потреби держави у фінансуванні воєнних видатків.

Ключові слова: монетарна політика; процентна політика; цінова політика; облікова ставка; інфляція; обмінний курс, ліквідність банків.

Рис.: 4. Бібл.: 26.

Постановка завдання. У перший день повномасштабного вторгнення НБУ зафіксував обмінний курс, тимчасово призупинив роботу валютного ринку та запровадив низку обмежень на рух капіталу. Регулятору вдалося забезпечити безперебійну роботу банків і системи електронних платежів без запровадження обмежень на безготівкові розрахунки, ліквідність банків було підтримано за рахунок надання бланкового рефінансування. Рішення щодо облікової ставки було відтерміновано, а для фінансування критичних видатків уряду НБУ здійснив купівлю військових облігацій на первинному ринку. Таким чином, протягом перших місяців після повномасштабного вторгнення дії НБУ були повністю обумовлені потребами країни у війні.

Проте, вже на початку червня 2022 року НБУ повідомив, що зміна споживчої та економічної поведінки бізнесу та населення потребує повернення до ринкових засад управління фінансовою системою, і різко підвищив облікову ставку. Зазначений крок не справив значного впливу на інфляцію та девальвацію, оскільки невдовзі НБУ вдався до корекції офіційного обмінного курсу. Водночас, підвищення облікової ставки фактично заблокувало можливість уряду залучати кошти на внутрішньому ринку і в такий спосіб стимулювало емісійне фінансування бюджету. Посилення жорсткості процентної політики НБУ призвело до істотного зростання

ФІНАНСИ. БАНКІВСЬКА СПРАВА ТА СТРАХУВАННЯ

ставок за військовими облігаціями, однак не мало адекватного відгуку з боку ставок за депозитами, які зазнали відчутного підвищення лише після значного збільшення нормативів обов'язкового резервування з початку 2023 року.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Проблемам монетарної політики в контексті поточного стану світової економіки присвячений великий масив регулярних публікацій Міжнародного валютного фонду (далі – МВФ), таких як World Economic Outlook (WEO) [1] та Global Financial Stability Report [2]. Так, у WEO за квітень 2023 року МВФ прогнозує уповільнення зростання світової економіки з 3,4% у 2022 році до 2,8% у 2023 році, що обумовлено жорсткою монетарною політикою центральних банків, спрямованою на зниження інфляції, погіршенням фінансової кон'юнктури, продовженням війни «в Україні» та посиленням геоекономічної фрагментації. Незважаючи на прогнозоване уповільнення світової економіки та визнання факту зниження інфляції, МВФ рекомендує центральним банкам дотримуватись жорсткого антиінфляційного курсу, а розробникам фіскальної політики підтримувати їх дії щодо повернення інфляції до цільового рівня та підтримання фінансової стабільності. Фактично, МВФ підносить боротьбу з інфляцією над усіма іншими цілями (економічне зростання, зайнятість, боргова стійкість), а також пропагує підпорядкування фіскальної політики монетарній.

Рекомендації МВФ безпосередньо Україні були де-факто викладені у Меморандумах про економічну та фінансову політику в межах Моніторингової програми із залученням Ради директорів (РМВ) [3] та, в подальшому, Механізму розширеного фінансування (EFF) [4]. У контексті монетарної політики рекомендації МВФ Україні в загальних рисах відповідають вищезазначеним «універсальним» порадам, що сфокусовані на зниженні інфляції за допомогою високих процентних ставок. Виняток зроблено стосовно обмінного курсу, фіксація якого в Україні в умовах війни розглядається як екстраординарний засіб забезпечення цінової та фінансової стабільності. Таким чином, МВФ постфактум схвалив більшість заходів, вжитих НБУ від початку повномасштабної війни.

Ю. Городніченко, визнаючи слушність фіксації обмінного курсу на початковому етапі повномасштабної війни, запропонував перехід до режиму керованого плаваючого курсу з обмеженням короткострокових коливань [5]. Йому опонували Д. Вавра, Б. Топф, Н. Рей, вважаючи передчасною відмову від фіксованого обмінного курсу, який наразі є «найбільш прозорим і ефективним інструментом збереження номінальної стабільності» [6].

В. Козюк [7], О. Петрик [8] та В. Фурман [9], аналізуючи політику НБУ під час війни, позитивно оцінюють більшість рішень регулятора у сфері процентної та валютно-курсової політики як такі, що забезпечили збереження макрофінансової стабільності [7; 8; 9]. Водночас, В. Козюк звертає увагу на недосконалість комунікацій НБУ стосовно підвищення облікової ставки, повільне запровадження окремих валютних обмежень та затримки із налаштуванням операційного дизайну монетарної політики. Деяко критичніше оцінює політику НБУ Б. Данилишин, вважаючи, що збереження облікової ставки на рівні 25% річних суттєво обмежує стабілізаційні можливості монетарної політики. На його думку, антиінфляційна

ФІНАНСИ. БАНКІВСЬКА СПРАВА ТА СТРАХУВАННЯ

ефективність монетарної політики стримується домінуванням структурних чинників інфляції, слабкістю каналів монетарної трансмісії та суттєвим зниженням сукупного попиту внаслідок війни [10].

Виділення недосліджених частин проблеми. На противагу панівній монетарній парадигмі, велика кількість «позасистемних» економістів у світі вважають, що оскільки поточний інфляційний сплеск зумовлений не перегрівом економіки, а переважно негативними шоками пропозиції, намагання його подолати за допомогою пригнічення попиту через підвищення ставок є контрпродуктивним.

Ф. Гільдебранд на початку 2022 року застерігав центральні банки від надмірного підвищення ставок. На його думку, в ситуації, коли інфляція спричинена обмеженням пропозиції, центральні банки повинні або змиритися з вищою інфляцією, або бути готовими знищити попит у всій економіці, щоб послабити обмеження пропозиції в одній її частині [11]. Дж. Стігліц в лютому 2023 року наполягав, що боротись з поточною інфляцією потрібно не підвищенням ставок, а за допомогою структурної та фіскальної політик [12]. А вже наприкінці року Дж. Стігліц констатував, що центральні банки з метою приборкання інфляції свідомо пішли шляхом провокування рецесії, тоді як після понад десятиліття наднизьких ставок достатньо було лише «нормалізувати» їх [13].

Зважаючи на недоліки боротьби з поточним інфляційним сплеском за допомогою високих ставок, деякі економісти схиляються до доцільності відродження системної цінової політики. Дж. Гелбрейт звернув увагу на ефективність застосування цінової політики (в різних формах) у США протягом 1940 – 1970 років, а також на значні втрати для суспільства й економіки від реформ Р. Рейгана і П. Волкера у 1980-х роках (безробіття, деіндустріалізація, боргова криза). На його думку, у разі збереження високої інфляції, уряду слід втрутитись в управління стратегічно важливими цінами [14]. Війна РФ проти України надала додаткових аргументів на користь застосування стратегічної цінової політики: у жовтні 2022 року Дж. Стігліц переконував, що для перемоги над РФ країнам Заходу слід не лише надавати додаткову допомогу Україні, але й переглянути власну економічну політику, включно із запровадженням контролю за цінами на енергоносії і продовольство [15].

С. Теупе звертає увагу на принципову позицію Дж. М. Кейнса щодо доцільності підтримання низьких процентних ставок під час війни, завдяки чому Великій Британії вдалося успішно профінансувати воєнні видатки під час Другої світової війни, уникнувши багатьох негативних наслідків, яких зазнала британська економіка під час та після Першої світової війни, коли ставки державних запозичень були високими [16]. Г. Річардсон описує досвід Федеральної резервної системи США під час Другої світової війни, центральною місією якої у той період стало фінансування воєнних видатків: резервні банки погодилися купувати казначейські облігації за ставкою 0,375% річних, знизили дисконтну ставку до 1% і створили пільгову ставку 0,5% для позик під заставу короткострокових державних облігацій [17].

Водночас, О. Шаров, виходячи з аналізу монетарної політики в умовах війни у різних країнах в різний час, робить висновок про відсутність якогось певного,

ФІНАНСИ. БАНКІВСЬКА СПРАВА ТА СТРАХУВАННЯ

загальноприйнятого стандарту, що вимагає вироблення власної, придатної для конкретної ситуації монетарної політики, яка б тим або іншим чином враховувала досвід інших країн [18].

Метою статті є дослідження монетарної політики НБУ під час повномасштабної війни РФ проти України з точки зору відповідності вимогам воєнного часу та поточним тенденціям монетарного регулювання в світі, а також формулювання пропозиції щодо її вдосконалення.

Виклад основного матеріалу. На початку 2022 року, на тлі численних повідомлень про посилення ризику вторгнення РФ, валютний ринок України зазнав значного девальваційного тиску. Тригером став активний продаж українських єврооблігацій на зовнішньому ринку та різке скорочення вкладень нерезидентів в ОВДП. До моменту повномасштабного вторгнення НБУ продав з резервів понад 2 млрд дол., що не запобігло знеціненню гривні, яка за неповних два місяці девальвувала на 7,2% з 27,28 грн/дол. до 29,25 грн/дол. [19].

Напередодні вторгнення НБУ запевняв, що ситуація на валютному ринку залишається контрольованою і НБУ підтримуватиме режим гнучкого обмінного курсу. Однак, 24 лютого, реагуючи на збройну агресію РФ, Правління НБУ прийняло постанову № 18 «Про роботу банківської системи в період запровадження воєнного стану» [20], якою було запроваджено низку екстраординарних заходів, зокрема: зафіксовано офіційний курс на 24.02.2022 р. (29,25 грн/дол.); призупинено роботу валютного ринку (крім операцій з продажу іноземної валюти клієнтами банків); запроваджено мораторій на здійснення транскордонних валютних платежів (крім низки випадків); заборонено видачу готівкових коштів з рахунків клієнтів в іноземній валюті тощо.

Невдовзі НБУ почав послаблювати валютні обмеження: було частково розблоковано роботу валютного ринку, відновлено видачу готівки з рахунків клієнтів в іноземній валюті, дозволено банкам продавати готівкову іноземну валюту населенню з обмеженням курсу продажу на рівні 10% від офіційного, натомість, було встановлено ліміт на зняття валюти за кордоном з гривневих рахунків. З метою запобігання виведенню капіталу за кордон, НБУ скоротив граничні строки розрахунків за експортно-імпортними операціями з 365 до 90 календарних днів (з подальшим поетапним подовженням до 180 днів). Крім того, було скорочено ліміти відкритої довгої та короткої валютної позиції банків. Як наслідок, на початковому етапі війни НБУ вдалося запобігти паніці і забезпечити відносну курсову стабільність.

Проте, у травні 2022 року ситуація на валютному ринку почала погіршуватись: заява Голови НБУ про можливість повернення до плаваючого курсу [21] спровокувала стрибок курсу чорного ринку за лічені дні на 9% до 37-38 грн/дол, а скасування з 21 травня обмежень на встановлення готівкового курсу банками зумовило його наближення до курсу чорного ринку. Незважаючи на запевнення керівництва НБУ стосовно незмінності офіційного курсу до кінця війни та підвищення облікової ставки до 25%, яке позиціонувалося як засіб підтримання курсової стабільності, 21 липня 2022 року НБУ скорегував офіційний курс гривні на 25% до 36,57 грн/дол. Де-факто, НБУ підвищив офіційний курс до рівня курсу

ФІНАНСИ. БАНКІВСЬКА СПРАВА ТА СТРАХУВАННЯ

готівкового ринку (рис. 1), спровокувавши тим самим черговий девальваційний сплеск на готівковому ринку. Попри деяку суперечливість зазначеної корекції, НБУ вдалося на деякий час стимулювати експортерів до продажу валюти і загальмувати витрачання міжнародних резервів, а курс готівкового ринку в II кварталі 2023 року впритул наблизився до офіційного, тобто до рівня, на якому перебував до корекції.

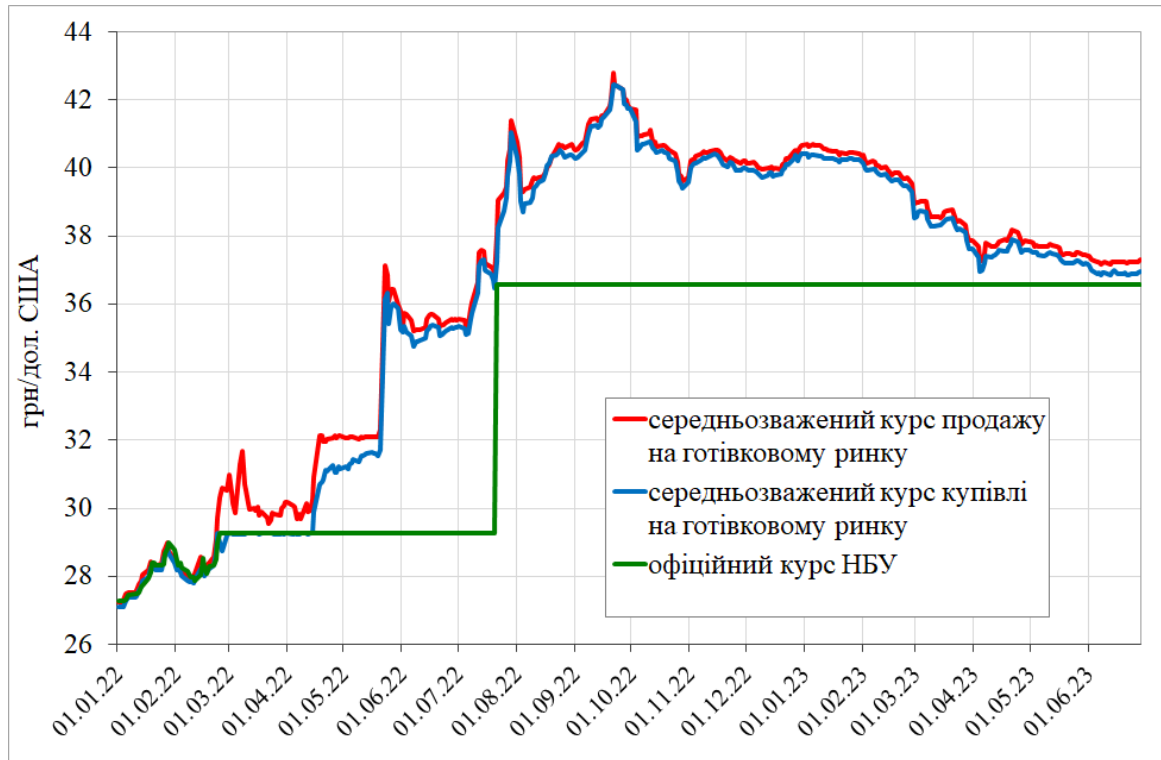


Рис. 1. Динаміка готівкового та офіційного курсу гривні до долара США протягом 2022 – I півріччя 2023 рр., грн за дол. США

Джерело: побудовано автором за даними НБУ.

Одночасно з корекцією офіційного курсу НБУ дозволив банкам продавати безготівкову валюту громадянам з подальшим розміщенням на депозит на строк від трьох місяців в межах щомісячного ліміту. Згодом було дозволено купівлю безготівкової валюти за офіційним курсом з подальшим розміщенням на строковий депозит у банку та обов'язковим зворотним продажем валюти після закінчення строку депозиту за офіційним курсом на день проведення зворотної операції. Зазначені заходи справили стабілізуючий вплив на кон'юнктуру готівкового валютного ринку.

Основним засобом підтримання фіксованого курсу були інтервенції НБУ на валютному ринку: у 2022 році обсяги продажу валюти зросли порівняно з попереднім роком у 22 рази і становили 28 346 млн дол., а від'ємне сальдо інтервенцій

ФІНАНСИ. БАНКІВСЬКА СПРАВА ТА СТРАХУВАННЯ

сягнуло 24 959 млн дол. (рис. 2), що є найвищим річним показником за всю історію незалежної України. У I півріччі 2023 року чистий продаж валюти становив 12 278 млн дол.

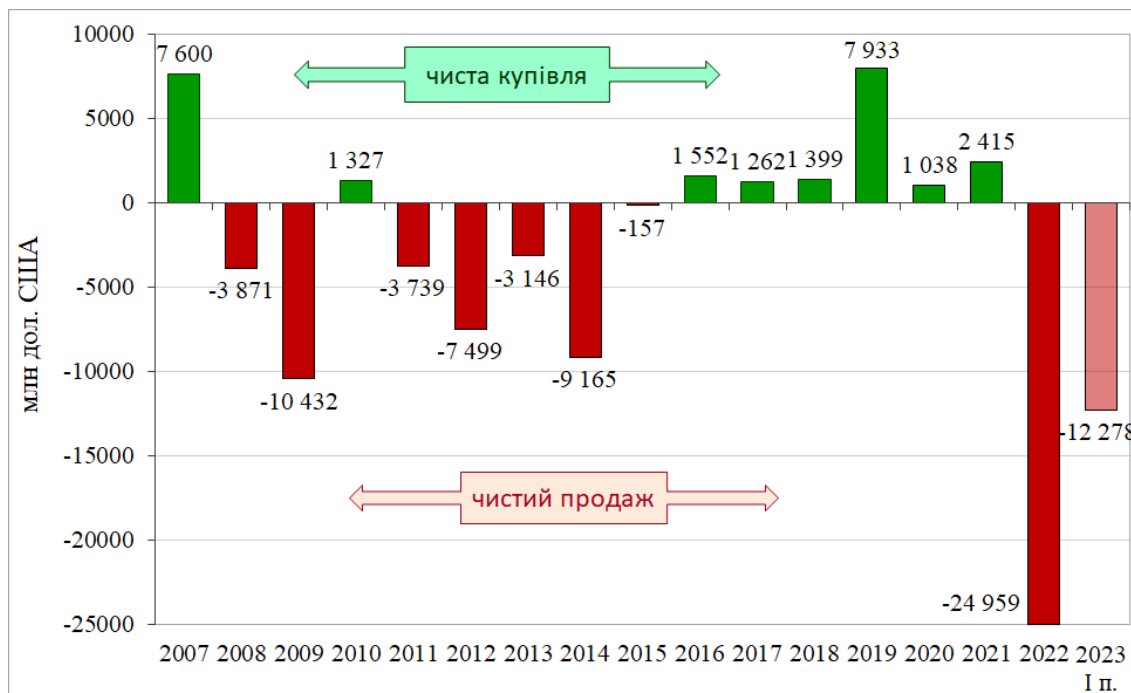


Рис. 2. Сальдо інтервенцій НБУ на валютному ринку у 2007 – I півріччі 2023 рр., млн дол. США

Джерело: побудовано автором за даними НБУ.

Можливість для здійснення інтервенцій НБУ з продажу валюти було забезпечено за рахунок зовнішніх надходжень, які у 2022 році становили в еквіваленті 32,1 млрд дол., а в I півріччі 2023 року – 22,7 млрд дол. [22]. У підсумку, обсяг міжнародних резервів, зменшившись за 2022 рік з 30,9 до 28,5 млрд дол., протягом січня – травня 2023 року зріс до 37,3 млрд дол., що є найвищим значенням за останніх 12 років і забезпечує фінансування 4,9 місяця майбутнього імпорту.

Отже, перехід НБУ до режиму фіксованого курсу в перший день повномасштабної війни був слушним і безальтернативним, проте підтримання такого режиму було б неможливим без масштабної фінансової підтримки з боку іноземних партнерів. Водночас, НБУ припустився кількох провалів у комунікаційній політиці, зокрема стосовно перспектив повернення до плаваючого курсу, що, ймовірно, призвело до необхідності більшої корекції фіксованого обмінного курсу.

Процентна політика. Черговий цикл підвищення облікової ставки НБУ розпочав у березні 2021 року, ставши одним з перших центральних банків у світі, які зреагували на «постковідне» прискорення інфляції. Протягом 2021 року облікову ставку було підвищено з 6% до 9%, а в січні 2022 року, коли річні темпи інфляції становили 10%, НБУ підвищив ставку до 10% і дав сигнал щодо її подальшого зростання.

ФІНАНСИ. БАНКІВСЬКА СПРАВА ТА СТРАХУВАННЯ

На початку березня 2022 року НБУ констатував, що через запровадження адміністративних обмежень ринкові монетарні інструменти, зокрема облікова ставка, не відіграють відчутної ролі у функціонуванні грошово-кредитного та валютного ринків. З огляду на це, НБУ відклав ухвалення рішення щодо розміру облікової ставки і повідомив, що відновить регулярні засідання Правління з монетарних питань за умови нормалізації економічної ситуації, тобто, фактично, режим інфляційного таргетування було поставлено «на паузу». Зазначеної позиції НБУ дотримувався протягом двох місяців, але вона почала змінюватись зі збільшенням обсягів монетизації дефіциту бюджету.

Наприкінці травня Голова НБУ публічно заявив, що економічна логіка починає заміщувати психологічний шок початку війни і переважання благодійних мотивів, бізнес намагається максимізувати прибуток, а громадяни – збільшити доходи та захистити заощадження [23]. Відтак 2 червня НБУ оголосив про підвищення облікової ставки з 10% до 25%, а метою такого кроку було задекларовано «захист 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» [24]. Одночасно з цим НБУ розширив коридор ставок овернайт з +/- 1 в. п. до +/- 2 в. п. від облікової ставки, тобто ставку за кредитами овернайт було підвищено з 11% до 27%, а ставку за депозитними сертифікатами – з 9% до 23%.

Отримавши високодохідну альтернативу у вигляді депозитних сертифікатів, банки практично втратили інтерес до військових облігацій: якщо у травні обсяг розміщення гривневих ОВДП на первинному ринку становив 27,2 млрд грн, то у червні впав до 8,8 млрд грн, а у вересні – до 0,9 млрд грн. З огляду на це, Міністерство фінансів було змушене вдатися до підвищення дохідності державних облігацій: середньозважена ставка за гривневими ОВДП, розміщеними на аукціоні, зросла з 10,3% у травні 2022 року до 19,3% у травні 2023 року (рис. 3).

Ще одним наслідком підвищення облікової ставки став перегляд умов, на яких НБУ придбавав військові облігації: якщо у березні – травні 2022 року ставка була фіксованою на рівні 11%, то у червні уряд прирівняв дохідність військових облігацій до середнього значення облікової ставки за річний період, що передуює купонним виплатам (плаваюча ставка) [25]. Як наслідок, дохідність ОВДП, які придбавав НБУ, у червні сягнула 23,6%, у липні – 24,9%, у серпні-грудні – 25% (за умови незмінності облікової ставки до листопада 2023 року).

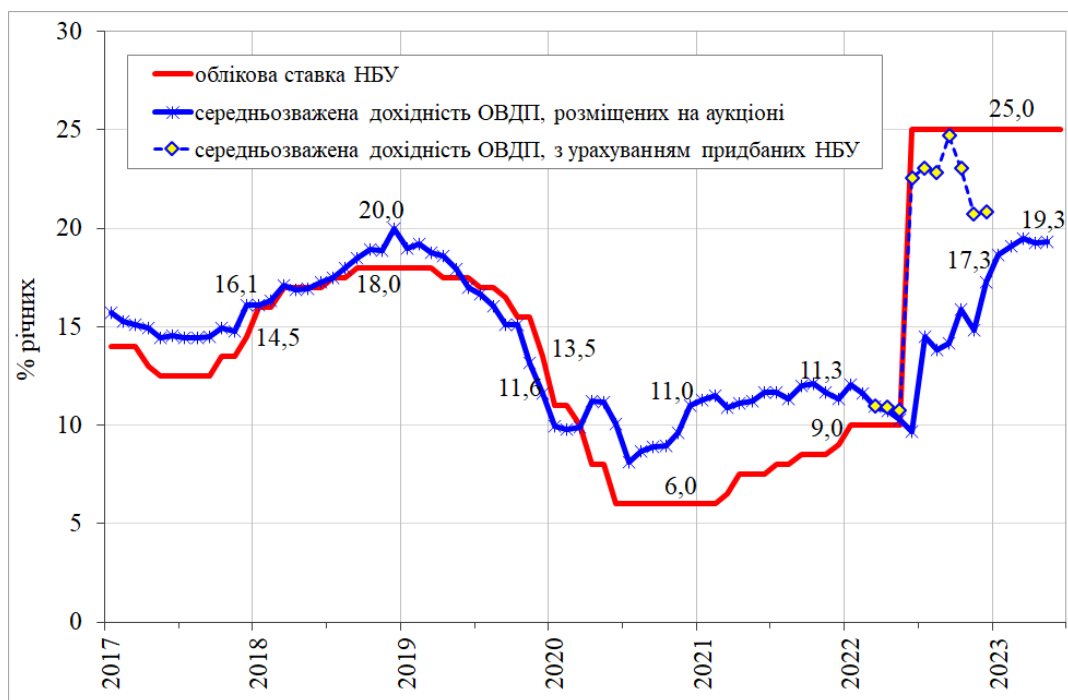
ФІНАНСИ. БАНКІВСЬКА СПРАВА ТА СТРАХУВАННЯ

Рис. 3. Динаміка облікової ставки НБУ та дохідність ОВДП протягом 2017 – I півріччя 2023 рр., % річних

Джерело: побудовано автором за даними НБУ.

Трансмісія підвищення облікової ставки у ставки за депозитами тривалий час була слабкою: профіцит ліквідності банківської системи, який різко збільшився під час війни за рахунок фінансування дефіциту бюджету, знижував мотивацію банків до залучення коштів на депозити. Додатковий стимул для підвищення банками ставок за строковими депозитами з'явився у 2023 році, після підвищення НБУ нормативів обов'язкового резервування та зміни дизайну монетарної політики. Середньозважена ставка за строковими депозитами фізичних осіб у гривні, після зниження навесні 2022 року до 6,4%, протягом наступних 12 місяців зросла до 13,8%, ставка за гривневими депозитами корпорацій за той самий період зросла з 4,5% до 13,6%. Тобто, навіть після істотного зростання ставок за депозитами, їх середній рівень залишався вдвічі нижчим облікової ставки.

Як наслідок, приріст гривневих депозитів у 2022 році відбувався виключно за рахунок коштів на вимогу (зокрема, перерахування заробітної плати військових) і лише в 2023 році розпочалося стрімке зростання депозитів до 1 року. Зазначені факти свідчать, що визначальним у цьому процесі було не підвищення облікової ставки, а збільшення нормативів обов'язкового резервування.

Ставки за кредитами продемонстрували значно швидший відгук на зміну облікової ставки, ніж ставки за депозитами. Так, ставка за гривневими кредитами корпораціям зросла з 13,9% у травні 2022 року до 18,4% у червні, після чого продовжила зростання до 20,1% на кінець року і фактично стабілізувалася на цьому

ФІНАНСИ. БАНКІВСЬКА СПРАВА ТА СТРАХУВАННЯ

рівні (у травні 2023 року становила 20,4%). Значна волатильність ставок за кредитами домогосподарствам протягом 2022 року була зумовлена дією так званих кредитних канікул, в межах яких банки істотно знижували ставку, але з вересня відновили стандартні умови. У підсумку, середньозважена ставка за кредитами домогосподарствам в гривні у травні 2023 року сягнула 36%.

Згортання банками кредитної активності у 2022 році було закономірним наслідком посилення усіх видів ризику в умовах повномасштабної війни. За таких обставин, підтримка кредитування за допомогою державних програм стала, фактично, єдиною життєздатною альтернативою. Проте, без зміни процентної політики НБУ кредитування економіки залишатиметься обмеженим та потребуватиме значних витрат коштів з бюджету, що, в комплексі, значно ускладнюватиме відновлення економіки.

Отже, підвищивши облікову ставку, НБУ не зміг запобігти девальвації та інфляції, чинники яких знаходяться в немонетарній площині, натомість, ускладнив залучення коштів для фінансування дефіциту бюджету, спровокував збільшення витрат на обслуговування державного боргу та значно збільшив власні витрати на операції з мобілізації коштів. Обсяги розміщення ОВДП повноцінно відновились лише після дозволу зараховувати певні серії облигацій (бенчмарк-ОВДП) у покриття попередньо підвищених обов'язкових резервів. Зміна дизайну монетарної політики у квітні 2023 року (ставку за депозитними сертифікатами овернайт було знижено з 23% до 20% річних, водночас запроваджено тримісячні депозитні сертифікати під облікову ставку, тобто 25%) стимулювала банки до залучення депозитів на строк понад 3 місяці, проте не зменшила витрати НБУ за депозитними сертифікатами.

Управління ліквідністю банків. З метою підтримання ліквідності банків після повномасштабного вторгнення НБУ запровадив інструмент екстреного бланкового (незабезпеченого) рефінансування, припинив розміщення депозитних сертифікатів строком на 14 днів, а також відтермінував підвищення нормативів обов'язкового резервування. Найбільшим попитом з боку банків рефінансування користувалося на початковому етапі війни, проте невдовзі вони почали повертати кошти НБУ. Після підвищення облікової ставки рефінансування продовжили залучати лише кілька банків, а починаючи з листопада активність каналу знизилась до мінімуму. Залишки за кредитами рефінансуванням (без неплатоспроможних банків) сягнули максимуму на початку березня 2022 року (160,6 млрд грн), після чого почали стрімко скорочуватись і на кінець червня 2023 року становили лише 5,5 млрд грн., що, у підсумку, справило істотний стерилізаційний ефект.

Найбільший додатний вплив на ліквідність банків мало витрачання коштів Держказначейством в умовах безпрецедентного дефіциту бюджету. У 2022 році чистий приплив ліквідності за цим каналом становив майже 1 200 млрд грн, що у 124 рази перевищує відповідний показник 2021 року, а джерелами цих коштів були зовнішні надходження, конвертовані в гривню, та вкладення НБУ у військові

ФІНАНСИ. БАНКІВСЬКА СПРАВА ТА СТРАХУВАННЯ

облігації¹ (в пропорції 2:1). За перше півріччя 2023 року ліквідність банків за рахунок витрачання коштів з бюджету поповнилась на понад 560 млрд грн. Натомість, найбільший стерилізаційний ефект мав чистий продаж НБУ іноземної валюти, що зменшило ліквідність банків за підсумками 2022 року на понад 800 млрд грн, а за I півріччя 2023 року – більш ніж на 450 млрд грн.

Вільну ліквідність НБУ абсорбував за допомогою депозитних сертифікатів, залишки за якими на кінець 2022 року сягнули 457,5 млрд грн, перевищивши рівень початку року на 244,5 млрд грн. Для зменшення навісу вільної ліквідності, який становить загрозу для валютного ринку та послаблює монетарну трансмісію, НБУ у I півріччі 2023 року значно підвищив нормативи обов'язкового резервування за коштами на вимогу та коштами на поточних рахунках юридичних і фізичних осіб, порівнявши до них депозити фізичних осіб до 92 днів. Як наслідок, нормативний обсяг обов'язкових резервів протягом I півріччя 2023 року збільшився з 69,8 до 291,9 млрд грн. Попри це залишки за депозитними сертифікатами на кінець червня 2023 року сягнули 472,7 млрд грн, перевищивши рівень початку року.

Різке збільшення профіциту ліквідності банків під час повномасштабної війни, яке було обумовлене особливостями фінансування дефіциту бюджету, значно посилило негативні аспекти політики високих процентних ставок. Внаслідок різкого підвищення ставок процентні витрати НБУ за депозитними сертифікатами у 2022 році зросли до 40,8 млрд грн, вчетверо перевищивши відповідний показник 2021 року, а у I півріччі 2023 року сягнули 44 млрд грн.

Інфляція. Річні темпи споживчої інфляції, зрісши протягом 2021 року з 5% до 10%, після вторгнення РФ різко прискорились і досягнули максимуму 26,6% у 4 кварталі 2022 року (рис. 4). Основні причини стрімкого зростання цін були пов'язані з безпосередніми та опосередкованими втратами від війни: знищення виробничих потужностей, руйнування інфраструктури, порушення логістики, збільшення виробничих витрат, девальвація гривні тощо.

Внаслідок війни РФ проти України, зокрема через блокування експорту зернових та олії, відбувся сплеск світових цін на продовольство до найвищого рівня в історії. Після досягнення домовленості щодо «зернового коридору» відбулася корекція цін, проте вони й надалі залишалися на високому рівні, що мало відповідний вплив на ціни внутрішнього ринку.

Стрімке зростання світових цін на нафту, що також відбулося внаслідок війни, стало вагомим чинником подорожчання пального на внутрішньому ринку. Посилив ефект дефіцит пального в Україні, пов'язаний з цим ажіотажний попит, а також ймовірні зловживання трейдерів, що в сукупності призвело до скасування державного регулювання цін. Зниження світових цін на нафту у II півріччі 2022

¹ Для створення можливості купівлі НБУ військових облігацій на первинному ринку парламент на період воєнного стану зупинив дію ст. 54 закону про НБУ, яка забороняє йому надавати кредити державі, а президент рекомендував регулятору здійснити купівлю на первинному ринку військових облігацій в обсягах та на умовах, погоджених з урядом. Відтак за підсумками 2022 року обсяг таких операцій сягнув 400 млрд грн, що становило 2/3 від загального обсягу випуску ОВДП за 2022 рік.

ФІНАНСИ. БАНКІВСЬКА СПРАВА ТА СТРАХУВАННЯ

року та наповнення ринку компенсували інфляційний ефект від девальвації гривні і часткового повернення акцизу та забезпечили деяке здешевлення палива в Україні.

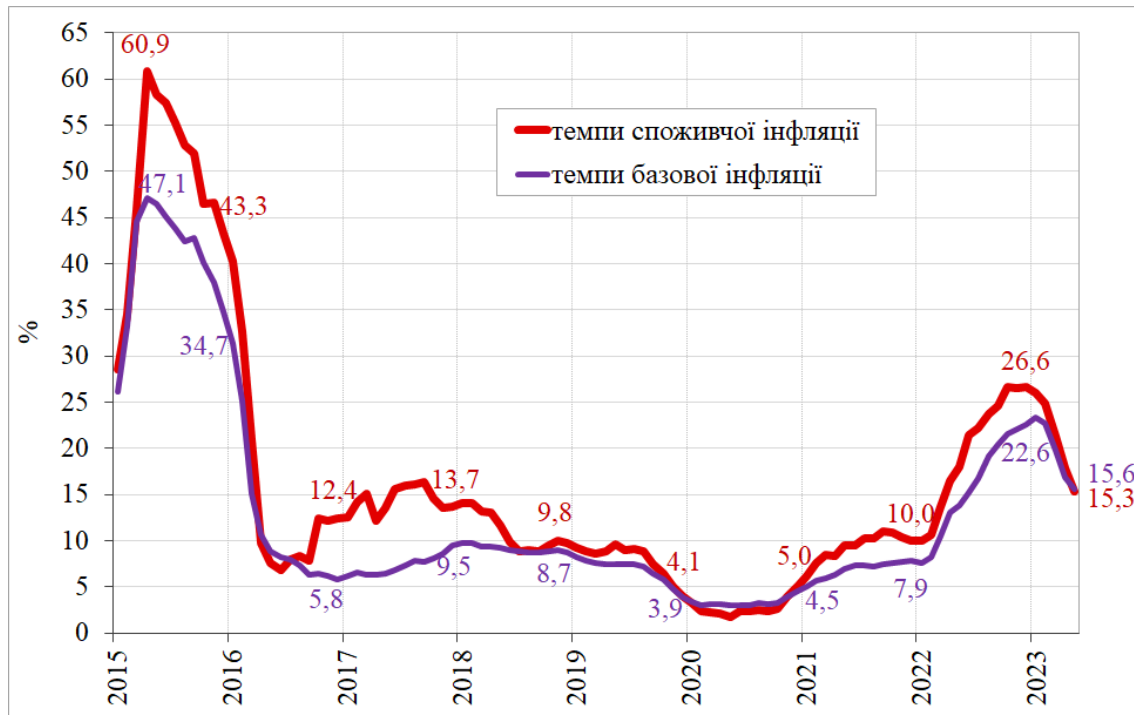


Рис. 4. Річні темпи споживчої та базової інфляції протягом 2015 – травня 2023 рр., місяць до відповідного місяця попереднього року, %
Джерело: побудовано автором за даними Державної служби статистики України.

Істотний дезінфляційний вплив мали деякі адміністративні фактори (зниження податків, мораторій на підвищення тарифів на житлово-комунальні послуги) та різке зниження споживчого попиту, внаслідок виїзду значної кількості громадян за кордон, зростання безробіття і падіння доходів. Важливим свідченням пригніченості попиту є той факт, що інфляційні очікування домогосподарств з початку повномасштабної війни є значно нижчими очікувань інших суб'єктів ринку (банків, підприємств та аналітиків), що є аномальним явищем, і не піднімались вище 15,9%. Зокрема, у травні 2023 року очікування домогосподарств на наступні 12 місяців становили 11,2%. Саме ці немонетарні чинники, а також статистичний ефект бази порівняння, призвели до стрімкого зниження темпів інфляції у січні – травні 2023 року до 15,3%.

Зазначені особливості практично унеможливають боротьбу з інфляцією засобами монетарної політики, оскільки ціни зростають не через надмірний попит, а під тиском витрат. Навіть більше, високі ставки ще більше пригнічують пропозицію через підвищення вартості ресурсів для виробників, а отже стимулюють інфляцію. За таких умов, інфляції доцільно протидіяти за допомогою комплексної

ФІНАНСИ. БАНКІВСЬКА СПРАВА ТА СТРАХУВАННЯ

цінової політики, орієнтованої на збільшення пропозиції, із залученням усіх зацікавлених органів влади. НБУ в межах такої політики доцільно сконцентрувати зусилля на процесах, на які він має безпосередній вплив: забезпечення стабільності обмінного курсу та доступних фінансових ресурсів для виробників.

Висновки і пропозиції. Проведене дослідження дозволяє констатувати, що НБУ на першому етапі повномасштабної війни вдалось забезпечити макрофінансову стабільність, основним елементом чого було підтримання відносної курсової стабільності. Перехід НБУ до режиму фіксованого курсу був виправданим і безальтернативним, проте застосування такого режиму було б неможливим без масштабної фінансової підтримки з боку іноземних партнерів.

Прискорення темпів інфляції у 2022 році до 26,6% не було критичним ні з точки зору ретроспективи, ні з точки зору масштабу проблем, з якими зіткнулася Україна, внаслідок повномасштабної агресії РФ. Основними чинниками зростання цін стали численні шоки пропозиції, безпосередньо пов'язані з війною: фізичне знищення виробничих потужностей, інфраструктури, порушення логістичних ланцюжків тощо. Істотний вплив на інфляцію мала девальвація гривні, що закономірно призвела до подорожчання імпорту.

Монетарна політика НБУ з початку повномасштабної війни загалом відповідала панівній парадигмі боротьби з інфляцією шляхом підвищення ставок, яка підтримується МВФ. Проте, навіть під таким кутом зору її можна вважати надміру жорсткою і такою, що не повною мірою враховувала потреби держави у фінансуванні воєнних видатків. Підвищивши облікову ставку до 25%, НБУ не зміг запобігти девальвації та інфляції, чинники яких знаходяться в немонетарній площині, натомість, ускладнив залучення коштів для фінансування дефіциту бюджету, спровокував збільшення витрат на обслуговування державного боргу та значно збільшив власні витрати за депозитними сертифікатами.

Різке збільшення профіциту ліквідності банків під час повномасштабної війни, обумовлене особливостями фінансування дефіциту бюджету, значно посилює негативні аспекти політики високих процентних ставок. Склалась алогічна ситуація, коли ліквідність банків зростає за рахунок державних витрат, але держава в стані війни не в змозі залучити кошти у банків на прийнятних умовах, оскільки вони мають привабливу альтернативу для вкладення коштів у вигляді депозитних сертифікатів.

У цьому контексті не можна погодитись з послідовною позицією НБУ щодо необхідності підвищення привабливості гривневих активів, оскільки у ній гривня трактується передусім як актив, за утримання якого власник має отримати винагороду. Зазначена логіка цілком відповідає інтересам представників фінансового сектору, проте не враховує потреби реального сектору і держави в доступних ресурсах, а отже провокує стагнацію економіки та значно ускладнює фінансування воєнних видатків.

Оскільки зростання цін в умовах війни провокують переважно фактори з боку витрат (пропозиції), а попит залишається пригніченим через міграцію, висо-

ФІНАНСИ. БАНКІВСЬКА СПРАВА ТА СТРАХУВАННЯ

кий рівень безробіття і зниження доходів, боротися з інфляцією доцільно не високими ставками, а за допомогою комплексної цінової політики, спрямованої на розширення пропозиції. До формування та реалізації зазначеної політики мають бути залучені усі зацікавлені органи влади: НБУ, Кабінет Міністрів України та відповідні міністерства.

НБУ в межах такої антиінфляційної політики доцільно сконцентрувати зусилля на підтриманні відносно стабільності обмінного курсу, зниженні інфляційних очікувань (за допомогою відповідальної комунікаційної політики) та забезпеченні суб'єктів господарювання доступними фінансовими ресурсами

Список використаних джерел

1. World Economic Outlook. International Monetary Fund [Electronic resource]. – Accessed mode: <https://www.imf.org/en/publications/weo>.
2. Global Financial Stability Report. International Monetary Fund [Electronic resource]. – Accessed mode: <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/>.
3. Ukraine: Program Monitoring with Board Involvement-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Ukraine. International Monetary Fund [Electronic resource]. – Accessed mode: <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2022/12/21/Ukraine-Program-Monitoring-with-Board-Involvement-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-527288>.
4. Ukraine: Request for an Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility and Review of Program Monitoring with Board Involvement-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Ukraine. International Monetary Fund [Electronic resource]. – Accessed mode: <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2023/03/31/Ukraine-Request-for-an-Extended-Arrangement-Under-the-Extended-Fund-Facility-and-Review-of-531687>.
5. Городніченко Ю. Не треба боятися відпустити гривню. Вокс Україна [Електронний ресурс] / Ю. Городніченко. – Режим доступу: <https://voxukraine.org/ne-treba-boyatysya-vidpustyty-gryvnyu>.
6. Вавра Д. Фіксувати чи не фіксувати: оптимальний режим обмінного курсу гривні під час війни [Електронний ресурс] / Д. Вавра, Б. Топф, Н. Рей // Вокс Україна. – Режим доступу: <https://voxukraine.org/fiksuvaty-chy-ne-fiksuvaty-optymalnyj-rezhym-obminnogo-kursu-gryvni-pid-chas-vijny>.
7. Козюк В. Монетарна політика воєнного року: мінним полем макрофінансових викликів [Електронний ресурс] / В. Козюк // Вокс Україна. – Режим доступу: <https://voxukraine.org/monetarna-polityka-voennogo-roku-minnym-polem-makrofinansovyh-vyklykiv>.
8. Петрик О. Політика Національного банку України під час війни / Олександр Петрик // Соціально-економічні відносини в цифровому суспільстві. – 2022. – Т. 4 (46). – С. 15-23.
9. Фурман В. Монетарна політика НБУ в 2022 році: чи вдалося зберегти контроль за інфляцією та наскільки вдалими були рішення? [Електронний ресурс] /

ФІНАНСИ. БАНКІВСЬКА СПРАВА ТА СТРАХУВАННЯ

Фурман В. // Інтерфакс-Україна. – Режим доступу: <https://interfax.com.ua/news/blog/882100.html>.

10. Данилишин Б. Інфляція та монетарна політика: проблеми слабкості національної монетарної трансмісії [Електронний ресурс] / Данилишин Б. // LB.ua. – Режим доступу: https://lb.ua/blog/bogdan_danylysyn/538825_inflyatsiya_monetarna_politika.html.

11. Hildebrand Ph. The old inflation playbook no longer applies [Electronic resource] / Hildebrand Ph. // Financial Times. – Accessed mode: <https://www.ft.com/content/1e59e952-c5cf-4c8e-983a-560170c87cda>.

12. Stiglitz J. E. A Balanced Response to Inflation. Project Syndicate [Electronic resource] / J. E. Stiglitz. – Accessed mode: <https://www.project-syndicate.org/commentary/inflation-causes-and-targeted-solutions-by-joseph-e-stiglitz-2022-02>.

13. Stiglitz J. E. All Pain and No Gain from Higher Interest Rates. Project Syndicate [Electronic resource] / Stiglitz J. E. – Accessed mode: <https://www.project-syndicate.org/commentary/fed-interest-rate-increases-counterproductive-all-pain-no-gain-by-joseph-e-stiglitz-2022-12>.

14. Galbraith J. K. The Case for Strategic Price Policies. Project Syndicate [Electronic resource] / J. K. Galbraith. – Accessed mode: <https://www.project-syndicate.org/commentary/strategic-price-controls-warranted-to-fight-inflation-by-james-k-galbraith-2022-01>.

15. Stiglitz J. E. Wars Aren't Won with Peacetime Economies. Project Syndicate [Electronic resource] / J. E. Stiglitz. – Accessed mode: <https://www.project-syndicate.org/commentary/west-needs-war-economics-energy-food-supply-shortages-by-joseph-e-stiglitz-2022-10>.

16. Teupe S. Keynes, inflation and the public debt: How to Pay for the War as a policy prescription for financial repression? / Sebastian Teupe // Financial History Review. – August 2020. – Volume 27, Issue 2. – pp. 187-209.

17. Richardson G. The Federal Reserve's Role During WWII. Federal Reserve History [Electronic resource] / G. Richardson. – Accessed mode: <https://www.federalreservehistory.org/essays/feds-role-during-wwii>.

18. Шаров О. Міжнародний досвід монетарної політики в умовах війни: уроки для України / Олександр Шаров // Журнал європейської економіки. – 2022. – Том 21, № 2 (81). – С. 174-189.

19. Офіційне Інтернет-представництво Національного банку України [Електронний ресурс] – Режим доступу: <https://bank.gov.ua/>.

20. Про роботу банківської системи в період запровадження воєнного стану : Постанова Правління НБУ від 24 лютого 2022 р. № 18 [Електронний ресурс] – Режим доступу: https://bank.gov.ua/ua/legislation/Resolution_24022022_18.

21. Governor of the National Bank of Ukraine: Ukraine's losses in Russian war at 50% of GDP. Interview. The Asahi Shimbun [Electronic resource]. – Accessed mode: <https://www.asahi.com/ajw/articles/14619106>.

ФІНАНСИ. БАНКІВСЬКА СПРАВА ТА СТРАХУВАННЯ

22. Фінансування державного бюджету України з початку повномасштабної війни. Міністерство фінансів України [Електронний ресурс] – Режим доступу: https://www.mof.gov.ua/uk/news/ukraines_state_budget_financing_since_the_beginning_of_the_full-scale_war-3435.

23. Шевченко К. Фінансово-економічна політика за воєнного часу [Електронний ресурс] / К. Шевченко // Дзеркало тижня. – Режим доступу: <https://zn.ua/ukr/macrolevel/finansovo-ekonomichna-politika-za-vojennoho-chasu.html>.

24. Національний банк України підвищив облікову ставку до 25%. Офіційне Інтернет-представництво НБУ [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/natsionalniy-bank-ukrayini-pidvischiv-oblikovu-stavku-do-25>.

25. Про випуск облігацій внутрішньої державної позики «Військові облігації» : Постанова Кабінету Міністрів України від 25 лютого 2022 р. № 156 (зі змінами) [Електронний ресурс] – Режим доступу: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/156-2022-%D0%BF/ed20220609#Text>.

26. Нестримна жорсткість буття. Стан грошової сфери в Україні у 2022 році. Growford Institute [Електронний ресурс] – Режим доступу: <https://www.growford.org.ua/research/strong-nestrymna-zhorstkist-buttya-strong/>.

References

1. World Economic Outlook. International Monetary Fund. <https://www.imf.org/en/publications/weo>.

2. Global Financial Stability Report. International Monetary Fund. <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/>.

3. Ukraine: Program Monitoring with Board Involvement-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Ukraine. International Monetary Fund. <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2022/12/21/Ukraine-Program-Monitoring-with-Board-Involvement-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-527288>.

4. Ukraine: Request for an Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility and Review of Program Monitoring with Board Involvement-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Ukraine. International Monetary Fund. <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2023/03/31/Ukraine-Request-for-an-Extended-Arrangement-Under-the-Extended-Fund-Facility-and-Review-of-531687>.

5. Horodnichenko, Yu. (n.d.). *Ne treba boiatysia vidpustyty hryvniu [Do not be afraid to let go of the hryvnia. Vox Ukraine]*. <https://voxukraine.org/ne-treba-boyatysya-vidpustyty-gryvnyu>.

6. Vavra, D., Topf, B., Rei, N. (n.d.). *Fiksuvaty chy ne fiksuvaty: optimalnyi rezhym obminnoho kursu hryvni pid chas viiny [To fix or not to fix: the optimal hryvnia exchange rate regime during the war]*. <https://voxukraine.org/fiksuvaty-chy-ne-fiksuvaty-optimalnyj-rezhym-obminnoho-kursu-gryvni-pid-chas-vijny>.

ФІНАНСИ. БАНКІВСЬКА СПРАВА ТА СТРАХУВАННЯ

7. Koziuk, V. (n.d.). *Monetarna polityka voiennoho roku: minnym polem makrofinan-sovykh vyklykiv [Monetary policy of the war years: a minefield of macro-financial challenges]*. <https://voxukraine.org/monetarna-polityka-voennogo-roku-minnym-polem-makrofinansovykh-vyklykiv>.

8. 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 – Socio-economic relations in the digital society*, 4(46), 15-23.

9. Furman, V. (n.d.). *Monetarna polityka NBU v 2022 rotsi: chy vdalosia zberehty ko-ntrol za inflatsiieiu ta naskilky vdalymy buly rishennia? [Monetary policy of the NBU in 2022: was it possible to maintain inflation control and how successful were the decisions?]*. Interfaks-Ukraina – Interfax-Ukraine. <https://interfax.com.ua/news/blog/882100.html>.

10. Danylyshyn, B. (n.d.). *Inflatsiia ta monetarna polityka: problemy slabkosti natsionalnoi monetarnoï transmisii [Inflation and monetary policy: problems of the weakness of the national monetary transmission]*. *LB.ua*. https://lb.ua/blog/bogdan_danylysyn/538825_inflyatsiya_monetarna_politika.html.

11. Hildebrand, Ph. (n.d.). *The old inflation playbook no longer applies*. *Financial Times*. <https://www.ft.com/content/1e59e952-c5cf-4c8e-983a-560170c87cda>.

12. Stiglitz, J. E. (n.d.). *A Balanced Response to Inflation*. *Project Syndicate*. <https://www.project-syndicate.org/commentary/inflation-causes-and-targeted-solutions-by-joseph-e-stiglitz-2022-02>.

13. Stiglitz, J. E. (2022). *All Pain and No Gain from Higher Interest Rates*. *Project Syndicate*. <https://www.project-syndicate.org/commentary/fed-interest-rate-increases-counterproductive-all-pain-no-gain-by-joseph-e-stiglitz-2022-12>.

14. Galbraith, J. K. (n.d.). *The Case for Strategic Price Policies*. *Project Syndicate*. <https://www.project-syndicate.org/commentary/strategic-price-controls-warranted-to-fight-inflation-by-james-k-galbraith-2022-01>.

15. Stiglitz, J. E. (2022). *Wars Aren't Won with Peacetime Economies*. *Project Syndicate*. <https://www.project-syndicate.org/commentary/west-needs-war-economics-energy-food-supply-shortages-by-joseph-e-stiglitz-2022-10>.

16. Teupe, S. (August 2020). *Keynes, inflation and the public debt: How to Pay for the War as a policy prescription for financial repression?* *Financial History Review*, 27(2), 187-209.

17. Richardson, G. (n.d.). *The Federal Reserve's Role During WWII*. *Federal Reserve History*. <https://www.federalreservehistory.org/essays/feds-role-during-wwii>.

18. Sharov, O. (2022). *Mizhnarodnyi dosvid monetarnoï polityky v umovakh viiny: uroky dlia Ukrainy [International experience of monetary policy in war conditions: lessons for Ukraine]*. *Zhurnal yevropeiskoi ekonomiky – Journal of European Economics*, 21(2(81)), 174-189.

19. *Ofitsiine Internet-predstavnytstvo Natsionalnoho banku Ukrainy [Official Internet representation of the National Bank of Ukraine]*. <https://bank.gov.ua/>.

ФІНАНСИ. БАНКІВСЬКА СПРАВА ТА СТРАХУВАННЯ

20. Pro robotu bankivskoi systemy v period zaprovadzhennia voiennoho stanu [On the operation of the banking system during the introduction of martial law], Resolution of the NBU Board of February 24, 2022 № 18. https://bank.gov.ua/ua/legislation/Resolution_24022022_18.

21. Governor of the National Bank of Ukraine: Ukraine's losses in Russian war at 50% of GDP. Interview. The Asahi Shimbun. <https://www.asahi.com/ajw/articles/14619106>.

22. Finansuvannia derzhavnoho biudzhetu Ukrainy z pochatku povnomasshtabnoi viiny. Ministerstvo finansiv Ukrainy [Funding of the state budget of Ukraine since the beginning of the full-scale war. Ministry of Finance of Ukraine]. https://www.mof.gov.ua/uk/news/ukraines_state_budget_financing_since_the_beginning_of_the_full-scale_war-3435.

23. Shevchenko, K. (n.d.). Finansovo-ekonomichna polityka za voiennoho chasu [Financial and economic policy during the war]. *Dzerkalo tyzhnia – Mirror of the week*. <https://zn.ua/ukr/macrolevel/finansovo-ekonomichna-politika-za-vojennoho-chasu.html>.

24. Natsionalnyi bank Ukrainy pidvyshchyv oblikovu stavku do 25%. Ofitsiine Internet-predstavnytstvo NBU [The National Bank of Ukraine increased the discount rate to 25%. Official Internet representation of the NBU]. <https://bank.gov.ua/ua/news/all/natsionalniy-bank-ukrayini-pidvischiv-oblikovu-stavku-do-25>.

25. Pro vypusk oblihotsii vnutrishnoi derzhavnoi pozyky «Viiskovi obliha-tsii» [On the issue of bonds of the domestic state loan "Military bonds"], Decree of the Cabinet of Ministers of Ukraine of February 25, 2022 № 156. <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/156-2022-%D0%BF/ed20220609#Text>.

26. Nestrymna zhorstkist buttia. Stan hroshovoi sfery v Ukraini u 2022 rotsi. Growford Institute [Irrepressible hardness of being. The state of the monetary sphere in Ukraine in 2022. Growford Institute]. <https://www.growford.org.ua/research/strong-nestrymna-zhorstkist-buttya-strong/>.

Отримано 20.02.2023

UDC 338.23:336.74]:355.01(477+(470+571)

JEL Classification: G21; E5

Mykhailo Dzhus

Head of Money Markets Department, Growford Institute

E-mail: m_dzhus@ukr.net. ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-8582-2158>

MONETARY POLICY OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE IN THE CONDITIONS OF FULL-SCALE WAR

Abstract. *The large-scale war of the Russian Federation against Ukraine, causing colossal damage to Ukrainian society and economy, led to a significant increase in state spending, primarily on defense, which required the maximum mobilization of external and internal*

ФІНАНСИ. БАНКІВСЬКА СПРАВА ТА СТРАХУВАННЯ

sources of financing the budget deficit. The national currency was subjected to strong inflationary and devaluation pressure, which required an immediate response from the National Bank of Ukraine (hereinafter referred to as the NBU). The general background for the above-mentioned dramatic events was the "follow-up" acceleration of inflation rates in the world and the resulting increase in interest rates by the leading central banks.

The article analyzes the key decisions of the NBU in the field of monetary policy during the war from the point of view of their compliance with the challenges of wartime and in the context of the main trends of monetary regulation in the world. It was concluded that the NBU managed to ensure macro-financial stability, but its monetary policy did not fully take into account the needs of the state in financing military expenditures.

Keywords: *monetary policy; interest rate policy; pricing policy; discount rate; inflation; exchange rate, liquidity of banks.*

Fig.: 4. References: 26.

Бібліографічний опис для цитування:

Джус М. Монетарна політика Національного банку України в умовах повномасштабної війни. *Науковий вісник Полісся*. 2023. № 1(26). С. 165-182.