

УДК 336.7

DOI: <https://doi.org/10.32680/2409-9260-2024-3-4-316-317-41-47>

МОНЕТАРНА ПОЛІТИКА НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ У ПЕРІОД ДІЇ ВОЄННОГО СТАНУ

Гаркуша Ю. О., кандидат економічних наук, доцент, доцент кафедри банківської справи, Одеський національний економічний університет, м. Одеса, Україна
e-mail: yulyaharkusha@gmail.com
ORCID ID: 0000-0002-4584-830X

Анотація. У статті висвітлено теоретичні та практичні основи монетарної політики Національного банку України. Виділено характерні ознаки застосування інструментів монетарної політики у період дії воєнного стану. Проведено детальний аналіз динаміки обсягу та питомої ваги облігацій внутрішньої державної позики у структурі балансу Національного банку України. Проаналізовано зміну обсягу міжнародних резервів, валютних інтервенцій, зміни валютного курсу, визначено причини цих змін. Окремо досліджено динаміку офіційного валютного курсу, курсу на готівковому та «сірому» ринках. На основі проведеного дослідження сформовано висновки та обґрунтовано конкретні пропозиції щодо удосконалення монетарної політики Національного банку України.

Ключові слова: центральний банк, монетарна політика, інструменти монетарної політики, облікова ставка, валютний курс.

MONETARY POLICY OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE IN THE PERIOD OF WAR

Harkusha Yuliya, PHD in Economy, Associate professor of the Department of Banking, Odesa National Economic University, Odesa, Ukraine
e-mail: yulyaharkusha@gmail.com
ORCID ID: 0000-0002-4584-830X

Abstract. The purpose of the research is to improve the theoretical and methodological foundations of the monetary policy of the National Bank of Ukraine under martial law. The article highlights the theoretical and practical foundations of the monetary policy of the National Bank of Ukraine. Characteristic features of the use of monetary policy instruments during the period of martial law are highlighted. It is noted that the stabilization of the economic situation, the state of the domestic money market, and the adaptation of the banking system to new conditions gave the National Bank of Ukraine the opportunity to improve the operational design of monetary policy, which made it possible to curb inflationary processes and ensure the protection of time deposits. The following changes have taken place in the monetary policy of the National Bank of Ukraine: reduction of the rate on overnight deposit certificates; introduction of a new instrument – limited three-month deposit certificates at a fixed rate equal to the discount rate. A detailed analysis of the dynamics of the volume and specific weight of domestic state loan bonds in the structure of the balance sheet of the National Bank of Ukraine was conducted, on the basis of which a conclusion was made about a significant increase in the volume of government bonds in the assets of the National Bank of Ukraine. The change in the volume of international reserves, currency interventions, and the exchange rate was analyzed, and the reasons for the change were determined. The dynamics of the official exchange rate, the exchange rate on the cash and "gray" markets were studied separately. On the basis of the conducted research, conclusions were formed and specific proposals were made regarding the improvement of the monetary policy of the National Bank of Ukraine. It is noted that it is advisable to return to the practice of classical inflation targeting, provided the necessary economic environment is created, characterized by such features as balanced state finances; a developed domestic financial market, a low level of dollarization of the economy, coordination of monetary and fiscal policy, which requires the National Bank of Ukraine to take effective actions to achieve these benchmarks.

Key words: central bank, monetary policy, monetary policy instruments, discount rate, exchange rate.

JEL Classification: E520, E580, F350.

Постановка проблеми. Функціональна адаптивність діяльності центрального банку в економічній системі проявляється в умовах нестабільності та невизначеності, а також у період соціально-політичних викликів перед державою. Нині під впливом дестабілізуючих зовнішніх та внутрішніх факторів Національний регулятор активно змінює підхід до регулювання банківської системи, розширює спектр монетарних інструментів, постійно удосконалюючи механізм їх застосування, використовує нестандартні підходи у процесі реалізації монетарної політики, що дало можливість тримати показники грошового ринку у межах допустимих значень. Монетарна політика центрального банку є важливою складовою

загальнодержавної політики. Ефективність її реалізації є основою соціально-економічного розвитку країни, що підтверджує актуальність теми дослідження.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Дослідженню монетарної політики присвячено досить значну кількість наукових праць як вітчизняних, так і зарубіжних науковців та практиків. Зокрема, теоретичні та практичні аспекти монетарного регулювання грошового ринку вивчають такі вітчизняні та зарубіжні вчені як: В. І. Міщенко, С. В. Науменко, О. В. Дзюблюк, В. В. Коваленко, С. А. Шелудько, Н. О. Григоришин, Т. Д. Косова, А. В. Сомик, В. В. Лановий, О. І. Баєва, І. М. Льон, Я. І. Чайковський та ін. Значна частина наукових праць присвячена вивченню основних засад монетарної політики, її типів, режимів та інструментів. Важливість ефективного реалізації монетарної політики в умовах дії воєнного стану значно актуалізує дослідження з цього напрямку.

Відокремлення невирішених раніше частин загальної проблеми. У наукових працях недостатньо уваги приділено дослідженню монетарної політики та її операційного дизайну під час дії воєнного стану. Цей процес потребує детальної оцінки та застосування результатів у сучасних умовах.

Мета дослідження. Мета дослідження – удосконалення теоретичних і методичних основ монетарної політики Національного банку України (далі НБУ) у сучасних умовах.

Основний матеріал. Нині монетарна політика НБУ реалізується під час дії воєнного стану. Центральний банк країни вимушений постійно адаптувати операційний дизайн, зважаючи на фактори ризику. У таких умовах сповільнюється або взагалі скасовується дія економічних законів, що ускладнює прогнозування, обрання оптимального економічного лагу, горизонту тощо. З початку повномасштабного російського вторгнення Національний регулятор, вживаючи необхідні заходи, спрямовує зусилля для мінімізації негативного впливу на стан грошового ринку, концентруючись на таких напрямках як: безперебійне функціонування платіжних систем; особливі умови діяльності банків під час дії воєнного стану; тимчасова зміна каркаса монетарної політики; участь у процесі отримання міжнародної допомоги від МВФ та країн-партнерів; валютна політика та стан міжнародних резервів; підтримка громадян за межами країни.

В умовах невизначеності та нестабільності дієвість ринкових інструментів монетарної політики знижується. Ускладнюється проведення таргетування інфляції, адже методика цього режиму передбачає вільне регулювання курсу, застосування як основного монетарного інструменту облікової ставки, розвиненого фінансового ринку. Під впливом використання Національним регулятором адміністративних методів впливу на грошовий ринок уповільнюється передача монетарних імпульсів каналами трансмісійного механізму монетарної політики [1]. Характерні ознаки монетарної політики НБУ до та під час дії воєнного стану зображені у табл. 1

Таблиця 1

Характерні ознаки монетарної політики НБУ до та під час дії воєнного стану

Ознаки	Характеристика	
	У мирний час	У період дії воєнного стану
Основний інструмент	Основний інструмент монетарної політики – облікова (ключова) ставка	Протягом лютого-травня 2022 р. було відтерміновано рішення щодо зміни облікової ставки. Починаючи з червня 2022 р. облікова ставка використовується як допоміжний інструмент монетарної політики
Характер прийняття рішень з монетарної політики	Перспективний	Реакція на середовище, що стрімко змінюється
Операційний дизайн монетарної політики	Операційний дизайн монетарної політики дієвості облікової ставки	Операційний дизайн market-maker’а останньої інстанції (забезпечення належного рівня ліквідності та гнучкості банків в управлінні нею)

Режим валютного курсу	Плаваючий	Фіксований. З жовтня 2023 р. – режим керованої гнучкості
Застосування валютних інтервенцій	Для згладжування коливань валютного курсу	Як основна монетарна операція
Валютні обмеження	Курс на скасування валютних обмежень та лібералізацію руху капіталу	Обмеження на валютні операції та рух капіталу для підтримки фіксації курсу
Монетарне фінансування державного бюджету	Заборона на монетарне фінансування державного бюджету	Монетарне фінансування державного бюджету

Джерело: систематизовано автором за матеріалами [2-4]

На початку повномасштабного російського вторгнення, в умовах безпрецедентної загрози державності, Національний регулятор здійснював монетизацію бюджету шляхом придбання державних облігацій, свідомо порушуючи 54 ст. Закону України «Про Національний банк України» [5]. Динаміка обсягу цінних паперів України у балансі НБУ та зміна їх частки за період 2018-2022 років зображена на рис. 1.

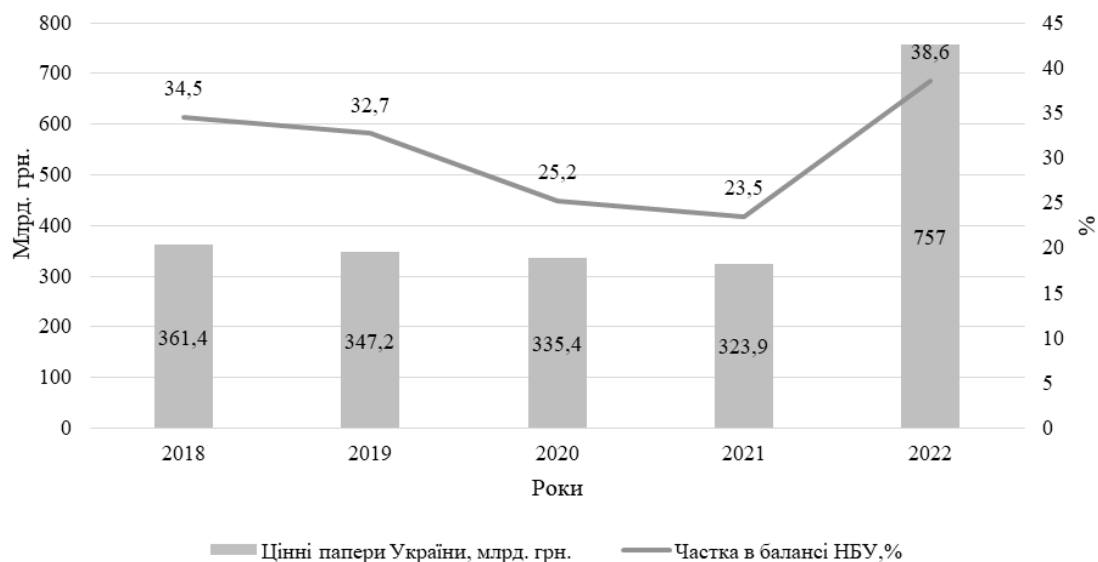


Рис. 1. Динаміка обсягу цінних паперів України у структурі балансу НБУ та зміна їх частки за період 2018-2022 рр., млрд. грн., %

Джерело: розраховано автором за матеріалами [6-8]

Поступова відмова від використання каналу емісії грошей шляхом купівлі ОВДП дозволила скоротити обсяг державних боргових цінних паперів у структурі балансу НБУ протягом 2018-2021 років (рис. 1). Однак у 2022 році НБУ був змушений монетизувати дефіцит державного бюджету, набуваючи державних облігацій на первинному ринку з метою надання швидкої та об'ємної фінансової підтримки Уряду країни. Обсяг придбаних цінних паперів у 2022 році зріс у 1,3 р. або на 433,1 млрд. грн. і дорівнює 757,0 млрд. грн. Питома вага статті балансу НБУ «Цінні папери України» за 2022 рік зросла на 15,1% і складає 38,6%.

Процентна політика НБУ також зазнала змін. Зокрема у червні 2022 року, приймаючи рішення щодо значного підвищення облікової ставки, Національний регулятор оцінив ризик економічної дестабілізації як вищий, ніж ризик можливого зменшення обсягів кредитування, враховуючи, що головні кредитні ризики пов'язані з невизначеністю та нестабільністю у період війни [9, с. 21]. Уряд країни, аргументуючи зростанням вартості обслуговування державного боргу, не відкоригував відсоткові ставки за ОВДП до рівня ставок, які визначив

для ринку НБУ, що призвело до того, що практично єдиним внутрішнім кредитором був центральний банк країни, змушений емітувати додаткові обсяги грошової маси з метою фінансування дефіциту державного бюджету [9, с. 34]. Нині регулятор поступово знижує рівень ключової ставки, показник якої станом на березень 2024 року становить 15,0%.

Військова агресія на початку 2022 року дестабілізувала ситуацію на валютному ринку, що призвело до значної девальвації національної валюти. НБУ вимушений був запровадити режим фіксованого валютного курсу та здійснювати інтервенції для покриття різниці між попитом і пропозицією. Фіксацію валютного курсу було доповнено низкою тимчасових валютних обмежень. Крім того, регулятор заборонив проведення більшості транскордонних валютних платежів, за винятком розрахунків та отримання готівки з використанням платіжних карток за кордоном, враховуючи встановлені ліміти [10, с. 18].

У липні 2022 року офіційний обмінний курс був відкоригований та зафіксований на новому рівні 36,6 грн. за 1 долар США. Це дозволило забезпечити стабілізацію ринкового курсу, призупинити відтік строкових вкладів з банківських рахунків та врегулювати попит на іноземну валюту [9, с. 32].

Валютні обмеження та фіксація обмінного курсу дозволили встановити новий номінальний якір для української економіки, певною мірою зафіксувати інфляційні та девальваційні очікування та надати фінансові орієнтири для населення і бізнесу. Динаміку міжнародних резервів, валютних інтервенцій та валютного курсу (USD/UAH) за період 2013-2023 років зображено на рис. 2.



Рис. 2. Динаміка міжнародних резервів, валютних інтервенцій та валютного курсу за період 2013-2023 рр., млрд. дол. США, UAH/ USD, %

Джерело: розраховано автором за матеріалами [3]

Протягом 2018-2021 років НБУ активно нарощував міжнародні резерви до рівня 30,9 млрд. грн. (рис. 2). На зниження міжнародних резервів у 2022 році вплинули виплати України за обслуговування та погашення державного боргу, зокрема перед МВФ на загальну суму еквівалентну 9,1 млрд. дол. США. За 2023 рік міжнародні резерви, попри дію воєнного стану, зросли до рекордних за досліджуваний період обсягів 40,5 млрд. грн. Така динаміка зростання стала результатом активної міжнародної підтримки України, що дозволило стабілізувати економічний стан, проводити інтервенції на вітчизняному міжбанківському валютному ринку, зупинити процес девальвації національної валюти. За період 2022-2023 років інтервенції НБУ проводилися переважно з метою продажу іноземної валюти. Під тиском ускладнення експортної логістики відбулося зниження пропозиції валюти за клієнтськими операціями, що спровокувало наприкінці 2023 року девальвацію національної валюти до рівня 37,98 UAH/ USD.

Динаміка офіційного валютного курсу, курсу на готівковому та «сірому» ринках в Україні за період 2022-2023 рр. зображена на рис. 3.

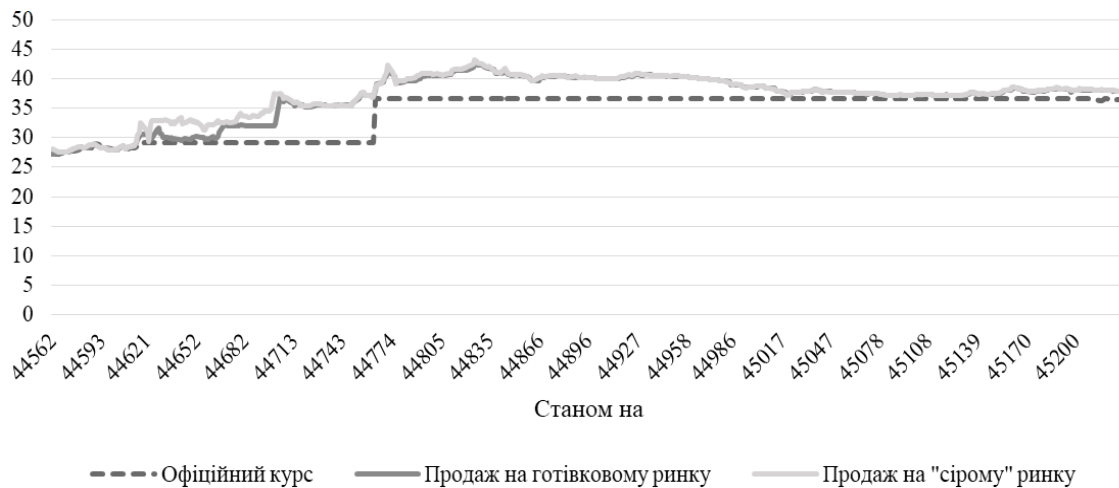


Рис. 3. Динаміка офіційного валютного курсу, курсу на готівковому та «сірому» ринках в Україні за період 2022-2023 рр., UAH/ USD

Джерело: розраховано автором за матеріалами [8; 9]

Відповідно до даних рис. 3 значна різниця між офіційним та готівковим курсом національної валюти відносно долару США спостерігалася протягом березня-червня 2022 року. Також у цей період відбулося зростання спреду до рівня 28,5%. Система заходів Національного регулятора дозволила мінімізувати різницю між офіційним курсом та курсом готівкового та «сірого» ринків протягом перших трьох кварталів 2023 року. Однак негативне інформаційне середовище, яке стало визначальним фактором зростання волатильності на готівковому сегменті, проявилось через послаблення готівкового курсу та розширення спреду між офіційним курсом та курсом на «сірому» ринку. В окремі періоди спред перевищував 5%, проте залишався суттєво нижчим, ніж восени 2022 року.

Комплекс заходів на початку повномасштабного російського вторгнення, міжнародна допомога дали можливість стримати девальвацію національної валюти, стабілізувати валютний ринок та перейти у жовтні 2023 року до режиму керованої гнучкості обмінного курсу [11].

У квітні 2023 року НБУ оновив операційний дизайн монетарної політики з метою посилення ринкових стимулів для поживлення акумуляції заощаджень на депозитних рахунках банків. Цьому сприяли стабілізація економічної ситуації, стану грошового ринку та адаптація банківської системи до нових умов. Удосконалення операційного дизайну монетарної політики дало можливість стримувати інфляційні процеси та забезпечило захист строкових вкладів.

В операційному дизайні відбулися такі зміни:

- Зниження ставки за депозитними сертифікатами овернайт.
- Запровадження нового інструменту – лімітовані тримісячні депозитні сертифікати за фіксованою ставкою, що дорівнює обліковій ставці.

Національний регулятор створив певні обмеження щодо отримання доступу до розміщення коштів у такий вид фінансового активу. Зокрема, можливість банків вкладати кошти залежить від обсягу залучених депозитів фізичних осіб у національній валюті з початковим строком розміщення від

3-х місяців. Також НБУ враховує темпи росту депозитного портфелю банків.

Слід зауважити, банкам надано право подавати заявки на придбання тримісячних депозитних сертифікатів як до НБУ, так і на міжбанківському ринку зважаючи на гнучкий ліміт, що включає такі складові:

- 70% від обсягу депозитів населення у національній валюті, розміщених менш, ніж на три місяці станом на дату, що на три робочі дні передуює даті придбання депозитних сертифікатів;
- помножений на мультиплікатор приросту обсягу депозитів фізичних осіб у національній валюті, починаючи з квітня 2023 року показник мультиплікатора повинен дорівнювати 3,0.

Слід додати, що центральний банк залишає за собою право періодичного перегляду

структури депозитного портфеля банку та показника розрахованого мультиплікатора, що враховується під час визначення ліміту депозитних сертифікатів [12].

Відносна стабілізація економічної ситуації, уповільнення темпів інфляції та спроможність регулятора контролювати ситуацію на валютному ринку дали змогу НБУ поступово знижувати облікову ставку та водночас забезпечувати на достатньому рівні привабливість строкових вкладів у національній валюті.

Висновки. Нині монетарна політика НБУ реалізується під час дії воєнного стану. Економіка країни функціонує в умовах нестабільності та невизначеності. Ризики дестабілізації грошового ринку залишаються досить високими. Національний регулятор, маючи значний досвід монетарного регулювання у несприятливих умовах, залучає всі можливі фінансові механізми з метою утримання цінової стабільності, валютного курсу, фінансової стійкості банківської системи. Вітчизняна практика показала, що за кризових ситуацій облікова ставка як основний інструмент поки що не ефективна. Це змусило центральний банк використовувати валютні інтервенції як основну монетарну операцію та запроваджувати валютні обмеження. Повертатися до класичного таргетування інфляції, навіть за покращення ситуації, не вважаємо доцільним, адже відповідно до методики інфляційного таргетування потрібно створити необхідне середовище, що характеризується такими ознаками як збалансованість державних фінансів, розвинутий фінансовий ринок, низький рівень доларизації економіки, скоординованість монетарної та фінансової політики, що вимагає від НБУ ефективних дій для досягнення цих орієнтирів.

Список літератури

1. Ali, Robleh, et al. The economics of digital currencies. Bank of England Quarterly Bulletin: 21. Основні засади грошово-кредитної політики в умовах воєнного стану URL: <https://bank.gov.ua/ua/files/hJTwdIrBPNWeMzk> (дата звернення: 12.01.2024).
2. Чернишова О. Б., Чорновол А. О., Мирончук В. М. Функціонування фінансового сектору України в умовах воєнного стану. Економіка і суспільство. 2022. №38. URL: <https://economyandsociety.in.ua/index.php/journal/article/view/1304/1257> (дата звернення: 12.01.2024).
3. Офіційний сайт Національного банку України. URL: <https://bank.gov.ua/> (дата звернення: 12.01.2024).
4. Лепушинський В. Монетарна політика НБУ в умовах воєнного стану. 2023. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Lepushynskyy_pr_22.12.2023.pdf?v=6 (дата звернення 12.01.2024).
5. Про Національний банк України: Закон України, затверджений Верховною Радою України від 20.05.1999 р. № 679-XIV URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/679-14#Text>
6. Консолідований фінансовий звіт про управління, за рік що закінчився 31 грудня 2019 року URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/annual_report_2019.pdf?v=6 (дата звернення: 12.01.2024).
7. Консолідований фінансовий звіт про управління, за рік що закінчився 31 грудня 2020 року URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/annual_report_2020.pdf?v=6 (дата звернення: 12.01.2024).
8. Консолідований фінансовий звіт про управління, за рік що закінчився 31 грудня 2021 року URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/NBU_2021_consolidated_fsu.pdf?v=6 (дата звернення 12.01.2024).
9. Інфляційний звіт НБУ. 2023 (жовтень). URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/IR_2023-Q4.pdf?v=6 (дата звернення: 12.01.2024).
10. Петрик О. Політика Національного банку України під час війни. Соціально-економічні відносини в цифровому суспільстві. 2022. Том. 4 (42). С. 15-23. URL: <https://ser.net.ua/index.php/SER/article/view/474/469> (дата звернення: 15.01.2024).
11. Огляд інструментів підтримки фінансової стійкості в умовах воєнного стану в Україні URL: https://niss.gov.ua/sites/default/files/2023-01/finmonitr_1_pdf.pdf (дата звернення: 15.01.2024).
12. Національний банк з 7 квітня впроваджує анонсовані зміни до операційного дизайну монетарної політики для посилення макрофінансової стійкості. URL: <http://surl.li/gxtjz> (дата звернення: 15.01.2024).

References

1. Basic principles of monetary policy under martial law. Retrieved from <https://bank.gov.ua/ua/files/hJTwdIrBPNWeMzk> (accessed 12 January 2024). [In Ukrainian].
2. Chernyshova, O. B., Chornovol, A. O., Myronchuk, V. M. (2022). The functioning of the financial sector of Ukraine under martial law. *Economies and societies*. (38). URL: <https://economyandsociety.in.ua/index.php/journal/article/view/1304/1257> (accessed 12 January 2024). [In Ukrainian].
3. Official site of the National Bank of Ukraine. Retrieved from <https://bank.gov.ua/> (accessed 12 January 2024). [In Ukrainian].
4. Lepushynskiy, V. (2023). Monetary policy of the National Bank of Ukraine under martial law. Retrieved from https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Lepushynskyy_pr_22.12.2023.pdf?v=6 (accessed 12 January 2024). [In Ukrainian].
5. Law of Ukraine "On the National Bank of Ukraine". Retrieved from. <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/679-14#Text> [In Ukrainian].
6. Consolidated financial report on management. (2019). Retrieved from https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/annual_report_2019.pdf?v=6 (accessed 12 January 2024). [In Ukrainian].
7. Consolidated financial report on management. (2020). Retrieved from https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/annual_report_2020.pdf?v=6 (accessed 12 January 2024). [In Ukrainian].
8. Consolidated financial report on management. (2021). Retrieved from https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/NBU_2021_consolidated_fs.pdf?v=6 (accessed 12 January 2024). [In Ukrainian].
9. Inflation report of the NBU. (2023) (October). Retrieved from https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/IR_2023-Q4.pdf?v=6 (accessed 12 January 2024). [In Ukrainian].
10. Petryk, O. (2022). Policy of the National Bank of Ukraine during the war. *Socio-economic relations in the digital society*. 4(42), 15-23. URL: <https://ser.net.ua/index.php/SER/article/view/474/469> (accessed 15 January 2024). [In Ukrainian].
11. An overview of financial stability support tools in the conditions of martial law in Ukraine. Retrieved from https://niss.gov.ua/sites/default/files/2023-01/finmonitr_1_pdf.pdf (accessed 15 January 2024). [In Ukrainian].
12. On April, the National Bank implements the announced changes to the operational design of monetary policy to strengthen macro-financial stability. Retrieved from <http://surl.li/gxtjz> (accessed 15 January 2024). [In Ukrainian].

Стаття надійшла до редакції 13.04.2024

Прийнята до публікації 19.04.2024